



**Informe anual**  
sobre los mercados  
de valores y su actuación  
**2020**





**Informe anual de la CNMV sobre  
los mercados de valores y su actuación  
Ejercicio 2020**

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Edison, 4

28006 Madrid

Passeig de Gràcia, 19

08007 Barcelona

© Comisión Nacional del Mercado de Valores

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

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

ISSN (edición electrónica): 1889-5166

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

<b>Siglas y acrónimos</b>	<b>5</b>
<b>Índice de recuadros</b>	<b>11</b>
<b>Índice de cuadros</b>	<b>13</b>
<b>Índice de gráficos</b>	<b>15</b>
<b>Índice de anexos</b>	<b>17</b>
<b>I Los mercados de valores y sus agentes</b>	<b>19</b>
<b>1 Entorno económico y financiero</b>	<b>21</b>
1.1 Entorno internacional	21
1.2 Entorno nacional	41
<b>2 Mercados y emisores</b>	<b>65</b>
2.1 Mercados de renta variable	65
2.2 Mercados de renta fija	87
2.3 Mercados de productos derivados	105
2.4 Compensación, liquidación y registro	113
<b>3 Entidades financieras y servicios de inversión</b>	<b>123</b>
3.1 Inversión colectiva	123
3.2 Prestación de servicios de inversión	139
3.3 Entidades de capital riesgo y plataformas de financiación participativa	154
<b>II La actuación de la CNMV en los mercados de valores</b>	<b>161</b>
<b>4 Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores</b>	<b>163</b>
4.1 Información financiera	163
4.2 Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera	170
4.3 Informe de gobierno corporativo	174
<b>5 Supervisión de los mercados</b>	<b>183</b>
5.1 Herramientas de supervisión del abuso de mercado	183
5.2 Publicación por los emisores de información privilegiada y otra información relevante	186
5.3 Actuaciones de supervisión del abuso de mercado	187
5.4 Operaciones de directivos y personas vinculadas	193
5.5 Ventas en corto	194
5.6 Supervisión MiFID mercados	196
5.7 Compensación, liquidación y registro	201
5.8 Operaciones de financiación con valores. Obligaciones de reporte	203
5.9 Vigilancia de los mercados	204
<b>6 Supervisión de entidades</b>	<b>207</b>
6.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión	207
6.2 Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado	220
6.3 Entidades gestoras: SGIIC, SGEIC y SGFT	228
6.4 Entidades depositarias	230
6.5 Plataformas de financiación participativa	230
6.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	231
6.7 Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	231
6.8 Resolución de entidades de contrapartida central	233
6.9 Índices de referencia	234

6.10	Resolución (fase preventiva) de empresas de servicios de inversión	240
<b>7</b>	<b>Atención al inversor</b>	<b>243</b>
7.1	Reclamaciones	243
7.2	Atención de consultas	246
7.3	Advertencias sobre entidades no autorizadas	250
7.4	Advertencias sobre otras entidades	252
7.5	Comunicación de posibles infracciones ( <i>whistleblowing</i> )	252
7.6	Formación del inversor	254
<b>8</b>	<b>Actuaciones disciplinarias</b>	<b>263</b>
8.1	Expedientes sancionadores	263
8.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones	265
8.3	Denuncias	266
<b>9</b>	<b>Actividad internacional</b>	<b>269</b>
9.1	Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)	272
9.2	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	291
9.3	Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)	296
9.4	Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB)	301
9.5	Otros foros internacionales	302
9.6	Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras	303
<b>III</b>	<b>Informe del Órgano de Control Interno</b>	<b>305</b>
<b>IV</b>	<b>CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales</b>	<b>309</b>
<b>10</b>	<b>Estrategia de la CNMV</b>	<b>311</b>
10.1	Líneas estratégicas 2021-2022 y Plan de actividades 2021	311
10.2	Medidas de desempeño y actividad de la CNMV ( <i>Key Performance Indicators</i> )	315
<b>11</b>	<b>Otras actividades y áreas de trabajo de la CNMV</b>	<b>325</b>
11.1	Actuación de la CNMV respecto a la actividad <i>fintech</i> y la ciberseguridad	325
11.2	Actividad de asesoramiento en proyectos normativos y otras solicitudes de información	333
11.3	Estabilidad financiera	336
11.4	Seguimiento, análisis y actuaciones sobre los asuntos fiscales que puedan repercutir en el mercado de valores	340
<b>12</b>	<b>Organización</b>	<b>341</b>
12.1	Recursos humanos y organización	341
12.2	Sistemas de información	344
<b>13</b>	<b>Gestión económica</b>	<b>353</b>
13.1	Ingresos y gastos	353
13.2	Estructura de tasas	354
<b>14</b>	<b>Agencia Nacional de Codificación de Valores</b>	<b>355</b>
<b>15</b>	<b>Comité Consultivo</b>	<b>357</b>
<b>16</b>	<b>Cuentas de la CNMV</b>	<b>361</b>
16.1	Balance de situación	361
16.2	Cuenta del resultado económico-patrimonial	363
16.3	Estado de flujos de efectivo	364
16.4	Estado total de cambios en el patrimonio neto	365
<b>Anexos</b>		<b>367</b>
	Anexos estadísticos I: mercados y emisores	369
	Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión	381
	Anexos estadísticos III: regulación y supervisión	395
	Anexos legislativos	399
	Anexos sobre la organización de la CNMV	435

## Índice de recuadros

1	Papel del Banco Central Europeo en el contexto de la crisis del COVID-19	25
2	Influencia de la línea de avales del Estado en la financiación a las pymes	51
3	Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19	59
4	Análisis del efecto de las restricciones a la operativa en corto sobre acciones españolas entre marzo y mayo de 2020	78
5	Evolución de la calificación crediticia de las emisiones de deuda españolas desde el inicio de la crisis del COVID-19	90
6	Entrada en vigor de EMIR 2.2 y creación del comité de supervisión de ECC de ESMA	119
7	Test de estrés sobre los fondos de inversión mobiliarios	128
8	Formato electrónico único europeo	169
9	Revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas	180
10	Cambio de control en las infraestructuras de negociación de BME	189
11	Aplicación del Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información relativa a sostenibilidad en el sector financiero	209
12	Revisión de la Guía de la evaluación de la conveniencia y experiencia supervisora	215
13	Guía técnica 3/2020 sobre asesores no profesionales de instituciones de inversión colectiva	220
14	Supervisión a nivel nacional y europeo sobre la gestión de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva durante la crisis del COVID-19	223
15	Revisión automatizada de la publicidad e información difundida en las webs de las sociedades gestoras de IIC y entidades comercializadoras de IIC	227
16	Estado de las reformas en los tipos de interés de referencia	235
17	Educación financiera y decisiones de ahorro e inversión: un análisis de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF)	254
18	Nuevos recursos formativos para los inversores	260
19	Guía de competencias básicas del inversor	261
20	Sostenibilidad financiera: ESMA, IOSCO y el papel de la CNMV en ambos organismos	269
21	Programa de trabajo de ESMA para 2021	273
22	La CNMV y el <i>brexit</i>	279
23	Nuevo plan de la Comisión Europea sobre la Unión de los Mercados de Capitales	282
24	Nueva regulación europea y Guía del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) sobre recuperación y resolución de entidades de contrapartida central	297
25	Encuesta entre los participantes del mercado sobre la CNMV	320
26	El paquete de recuperación de los mercados de capitales	327
27	La transformación digital de Europa: el paquete de finanzas digitales presentado por la Comisión Europea	330
28	Espacio controlado de pruebas: el <i>sandbox</i> español	334



## Índice de cuadros

R1.1	Evolución compras netas de los programas de compras de activos del BCE	27
R1.2	Evolución compras netas del programa de compras PEEP del BCE	28
1.1.1	Los mercados de renta variable: rentabilidad	38
1.2.1	Indicadores de la economía española (tasas de crecimiento)	43
1.2.2	Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras	56
1.2.3	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español	58
2.1.1	Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados nacionales en relación con el PIB nominal	68
2.1.2	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	69
2.1.3	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	70
2.1.4	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	71
2.1.5	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	73
2.1.6	Efectivo negociado en renta variable española admitida a cotización en las bolsas españolas	74
2.1.7	Contratación de renta variable en los mercados operados por BME	76
2.1.8	Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo	77
2.1.9	Posiciones cortas	78
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	90
R5.1	Saldo en circulación de valores de renta fija española con <i>rating</i> obtenido	91
2.2.2	Tipos de interés de la deuda pública	94
2.2.3	Emisiones brutas de las Administraciones públicas	96
2.2.4	Contratación total de deuda pública en centros de negociación españoles	98
2.2.5	Deuda del Estado. Detalle de la negociación en el conjunto del mercado por tipo de instrumento y operativa	99
2.2.6	Tipos de interés de la renta fija privada	100
2.2.7	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	102
2.2.8	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	103
2.2.9	Admisión en el MARF	103
2.2.10	Contratación total de instrumentos de renta fija privada emitidos por sociedades españolas	104
2.2.11	Contratación de renta fija privada en centros de negociación españoles	105
2.3.1	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	106
2.3.2	Negociación en MEFF Exchange	107
2.3.3	Número de miembros en MEFF Exchange	109
2.3.4	Negociación en sistemas organizados de contratación (SOC)	110
2.3.5	Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV	112
2.3.6	Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo	112
2.3.7	Contratación de certificados en el mercado continuo	113
2.4.1	Iberclear ARCO. Actividad de registro	114
2.4.2	Iberclear. Operaciones liquidadas ARCO	115
2.4.3	Iberclear. Incidencias en la liquidación ARCO	115
2.4.4	Número de miembros en BME Clearing por segmento	116
2.4.5	Evolución de la actividad en BME Clearing Energía	117
2.4.6	Evolución de la actividad en BME Clearing Renta Variable	118
2.4.7	Evolución de la actividad en BME Clearing Repo	118
3.1.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	126
3.1.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2020	127
R7.1	Resultados de los test de estrés (flujos agregados)	130
R7.2	Impacto sobre los precios de los activos en los mercados de valores	131
3.1.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	133
3.1.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC	138
3.1.5	Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas	138
3.2.1	Ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios	142

3.2.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2020	143
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	148
3.2.5	Resultados antes de impuestos, n.º de sociedades de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	149
3.2.6	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	150
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 2020	156
3.3.2	Número de solicitudes de PFP	157
3.3.3	Número de PFP autorizadas	157
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 recibidos 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	173
4.2.2	Número de notificaciones de autocartera según el porcentaje final declarado	174
5.1.1	Número de operaciones y volumen	185
5.1.2	Resumen de la actividad supervisora de los mercados	186
5.2.1	Hechos relevantes y CIP u OIR	187
5.3.1	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	187
5.6.1	Número de notificaciones recibidas por la CNMV	197
6.1.1	Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2020	207
6.2.1	Supervisión de IIC/ECR: requerimientos remitidos por la CNMV en 2020	222
6.7.1	Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN	228
6.10.1	Planes de resolución de ESI	240
7.1.1	Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución	244
7.1.2	Motivos de las reclamaciones finalizadas en 2020	244
7.1.3	Actuación posterior a un informe favorable al reclamante por parte de la entidad reclamada	246
7.2.1	Consultas según canal de recepción	247
R17.1	Determinantes del ahorro y la tenencia de productos financieros	257
8.1.1	Expedientes abiertos y concluidos	263
8.1.2	N.º de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	264
8.1.3	Sanciones impuestas	265
8.2.1	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2020	266
9.6.1	Actuaciones de colaboración con autoridades extranjeras	304
10.2.1	Indicadores de rendimiento	316
10.2.2	Indicadores de actividad	317
11.1.1	Consultas recibidas en el Portal Fintech	326
12.1.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	341
12.1.2	Distribución del personal por departamentos de la CNMV	342
12.1.3	Distribución de la formación por área formativa	343
12.1.4	Distribución del programa de idiomas. 2020	343
12.2.1	Entrada y salida de documentos de la CNMV	352
13.2.1	Ingresos por tasas en la CNMV	354
14.1.1	Emisiones codificadas por la ANCV en 2019 y 2020	356
14.1.2	Consultas atendidas por la ANCV	356
15.1.1	Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	358
15.1.2	Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2020	358

## Índice de gráficos

1.1.1	PIB: variaciones anuales	22
1.1.2	Inflación y producción industrial (% var. anual)	24
1.1.3	Precio de las materias primas	24
1.1.4	Tipos de interés de intervención	29
1.1.5	Saldo fiscal público y deuda pública	30
1.1.6	Tipos de interés a corto plazo (3 meses)	31
1.1.7	Rentabilidades de la deuda pública a 10 años	32
1.1.8	Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos	33
1.1.9	Primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa	34
1.1.10	Emisiones brutas de renta fija internacionales	35
1.1.11	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	36
1.1.12	Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles	37
1.1.13	Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes	38
1.1.14	Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen	40
1.2.1	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española	45
1.2.2	Indicador de estrés de los mercados financieros españoles	48
1.2.3	Prima de riesgo de los emisores españoles	49
1.2.4	Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes	50
R2.1	Volumen total de nuevas operaciones de préstamos a sociedades no financieras (con el desglose de las operaciones con aval público)	53
R2.2	Sociedades no financieras: saldo de depósitos en entidades financieras	53
R2.3	Distribución de la financiación avalada por sectores productivos	54
1.2.5	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	58
R4.1	<i>Bid-ask</i> diarios de los mercados español y alemán	80
R5.1	<i>Rating</i> valores de renta fija española (% sobre el saldo vivo)	92
R5.2	Valores de renta fija española con <i>rating</i> BBB o inferior (% sobre el saldo vivo)	93
2.2.1	Rentabilidades de la deuda pública española	95
2.2.2	Prima de riesgo de emisores españoles: sector público	95
2.2.3	Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado	101
3.1.1	Fondos de inversión: distribución del patrimonio	125
R7.1	Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría	129
3.1.2	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	136
3.2.1	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable en bolsas reguladas españolas	146
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 (2010-2020)	172
4.2.2	Porcentaje de notificaciones presentadas con demora	173
4.3.1	Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código de buen gobierno	176
4.3.2	Porcentaje de mujeres consejeras sobre total de consejeros	178
4.3.3	Remuneración por conceptos	179
7.2.1	Materias objeto de consulta	248
7.3.1	N.º de advertencias realizadas por la CNMV sobre entidades no registradas	251
7.3.2	N.º de advertencias procedentes de Estados miembros de la UE sobre entidades no registradas	251
R17.1	Clasificación de los conocimientos de la población	255
R17.2	Ahorro y tenencia de activos en función de los conocimientos financieros	256
R28.1	Esquema fases del espacio controlado de pruebas	335
12.1.1	Empleados formados por tipo de formación	343





# Índice de anexos

## Anexos estadísticos I: mercados y emisores 369

I.1	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	369
I.2	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2020: importe efectivo	369
I.3	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2020	371
I.4	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	371
I.5	Concentración sectorial de la capitalización	372
I.6	Concentración de la contratación bursátil de renta variable	372
I.7	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	373
I.8	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	374
I.9	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2020	375
I.10	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	375
I.11	Emisiones netas de las Administraciones públicas	376
I.12	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV. Detalle por instrumentos	376
I.13	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2020	377
I.14	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2020. Detalle por instrumentos	377
I.15	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2020	378
I.16	Principales emisores de bonos de titulización en 2020	378
I.17	Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulado	379
I.18	Contratación en AIAF por cuenta propia	380

## Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión 381

II.1	Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	381
II.2	Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	382
II.3	Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	382
II.4	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	383
II.5	IIC extranjeras comercializadas en España	384
II.6	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC) y sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC): altas y bajas en 2020	385
II.7	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen	387
II.8	Sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal: altas y bajas en 2020	388
II.9	Sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero. Cambios de control en 2020	390
II.10	ESI españolas con pasaporte comunitario: Estado miembro de acogida	390
II.11	EAF españolas con pasaporte comunitario: Estado miembro de acogida	392
II.12	Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España: Estado miembro de origen	392

## Anexos estadísticos III: regulación y supervisión 395

III.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	395
III.2	Resolución de expedientes sancionadores en 2020	396
III.3	Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2020 contra resoluciones en materia de sanciones	398

**Anexos legislativos** **399**

A	Legislación española	399
A.1	Comisión Nacional del Mercado Valores	399
A.2	Trasposición de normativa europea	401
A.3	Otras normas	402
A.4	Otros	429
B	Legislación europea	432
B.1	Directrices, decisiones y recomendaciones de ESMA/EBA	434

**Anexos sobre la organización de la CNMV** **435**

	Composición del Consejo de la CNMV a 31 de mayo de 2021	435
	Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 31 de mayo de 2021	435
	Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 31 de mayo de 2021	436
	Organigrama de la CNMV	438

# I Los mercados de valores y sus agentes



## 1.1 Entorno internacional

La pandemia del coronavirus marcó la evolución del ejercicio 2020, que se caracterizó por medidas de aislamiento generalizadas y paralización de la actividad económica en la mayoría de las economías. Según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el producto interior bruto (PIB) mundial se contrajo un 3,3 %, 6,1 puntos porcentuales (p.p.) menos que en 2019, aunque lo hizo con distinta intensidad en las economías avanzadas y emergentes. Destacó el papel que jugaron los bancos centrales durante el año para tratar de paliar los efectos negativos de esta crisis, adoptando medidas de política monetaria expansiva a ambos lados del Atlántico. Así, la Reserva Federal de los EE. UU. y el Banco de Inglaterra redujeron dos veces el tipo de interés oficial en marzo, y tanto estos como el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón impulsaron la financiación bancaria y llevaron a cabo ambiciosos programas de compras de activos destinados a facilitar el crédito y mejorar el funcionamiento del mercado.

Los mercados financieros internacionales estuvieron condicionados por las incertidumbres económicas, políticas y sanitarias derivadas de la expansión del COVID-19. Los tipos a corto plazo de las economías avanzadas descendieron siguiendo el rumbo marcado por la evolución de los tipos oficiales, al igual que las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, que presentaron caídas, a pesar de los repuntes transitorios experimentados por muchos países durante los primeros meses de pandemia. Por su parte, los mercados de renta variable registraron fuertes pérdidas a principios de año, sobre todo en marzo, así como elevados niveles de volatilidad que no se observaban desde la crisis financiera global. Posteriormente, y con diferencias según las regiones, los índices bursátiles tendieron a recuperarse a lo largo del ejercicio. En el tramo final del año, la disminución de algunas incertidumbres, entre las que destacó el inicio de la vacunación en varios países, el acuerdo que evitaba un *brexit* duro y la confirmación de la victoria demócrata en las elecciones estadounidenses, permitió que los índices de renta variable afianzaran su crecimiento. Así, en el conjunto del año, las bolsas estadounidenses y japonesas mostraron revalorizaciones, mientras que las europeas acabaron registrando pérdidas (excepto el índice alemán Dax 30).

Las perspectivas de crecimiento para 2021 apuntan a una recuperación gradual de la actividad económica (el FMI pronostica un crecimiento global del 6 %) en parte gracias al comienzo del proceso de vacunación masiva. La aparición de nuevos brotes y cepas del virus, así como la lentitud y la poca eficacia en la distribución y administración de las vacunas, seguirán siendo fuentes de riesgo importantes, pues pueden dar lugar a nuevos confinamientos, paralización de negocios y turbulencias en los mercados.

### 1.1.1 La economía internacional

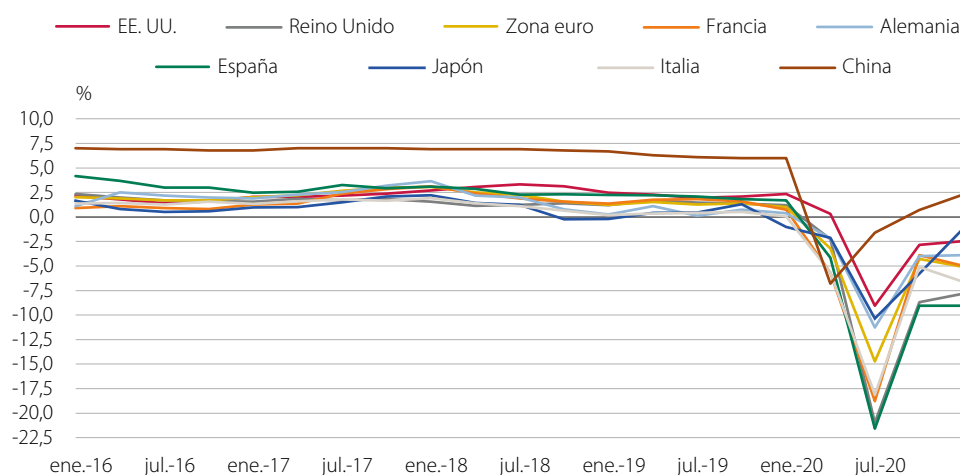
#### El PIB mundial se contrajo un 3,3 % en 2020, muy alejado del crecimiento del 2,8 % en 2019

Según las estimaciones del FMI<sup>1</sup>, la economía mundial se contrajo un 3,3 % en 2020, 6,1 p.p. menos que en 2019. En las economías avanzadas la contracción fue del 4,7 % (6,3 p.p. menos que en el ejercicio anterior), mientras que en las emergentes fue del 2,2 %, 5,8 p.p. por debajo de 2019. La expansión del coronavirus por todo el mundo y la consiguiente paralización de buena parte de las actividades durante los primeros meses del año fueron las principales causas de esta contracción del crecimiento mundial. La incertidumbre generada por el COVID-19 y las consecuencias económicas y sanitarias de su propagación, hicieron que la práctica totalidad de los países experimentara una contracción significativa en el ejercicio.

En las economías avanzadas, la contracción del PIB fue generalizada, aunque de distinta intensidad, siendo más leve en EE. UU. y en Japón que en la zona euro. En EE. UU., donde se llevaron a cabo confinamientos menos restrictivos y, por consiguiente, la paralización de la actividad económica y productiva fue menor que en otras economías avanzadas, el PIB se contrajo un 3,5 % (frente al crecimiento del 2,2 % en 2019). En Japón la caída fue un poco más elevada, del 4,8 %, mientras en el ejercicio anterior había avanzado un leve 0,3 %.

#### PIB: variaciones anuales<sup>1</sup>

GRÁFICO 1.1.1



Fuente: Refinitiv Datastream. (1) Se muestran para cada trimestre las tasas interanuales del PIB en todas las economías salvo en China, para la que se representan tasas de crecimiento acumulado en el año en términos interanuales.

En la zona euro el PIB se contrajo un 6,8 % en 2020. En España e Italia se produjo una fuerte disminución de la actividad, ya que la expansión del virus en estos países fue mayor en un primer momento y sus economías son más dependientes del turismo, un sector gravemente afectado por la pandemia. Así, en España la contracción del PIB en 2020 fue del 10,8 % y en Italia fue del 8,9 % (frente a los crecimientos del año anterior del 2,0 % y el 0,3 %, respectivamente). En Francia, la recesión también fue severa, con un descenso del PIB del 8,2 % (9,7 puntos menos que en 2019).

Destacó el caso de Alemania, donde esta contracción fue mucho más leve, del 4,9 %, 5,5 p.p. menos que en el ejercicio previo. Por otra parte, en el Reino Unido, donde además de la incertidumbre causada por el COVID-19 se añadió la generada por el *brexit*, la caída del PIB se situó en el 9,9 %, 11,3 p.p. menos que en 2019.

Las economías emergentes y en desarrollo, en cambio, experimentaron una recesión menos intensa que las avanzadas, que en conjunto fue del 2,2 % (frente a un crecimiento del 3,6 % en 2019). Así, las economías asiáticas emergentes presentaron apenas una contracción del 1 % (en 2019 crecieron un 5,3 %), gracias al comportamiento de la economía china, que experimentó un crecimiento del 2,3 % en el año (la única de las grandes economías que registró un avance anual). Esta economía fue la primera en la cual se propagó el virus, situándose también a la cabeza en la fase de recuperación. En las economías europeas emergentes la contracción fue del 2 %, 4,4 p.p. menos que en 2019, y en las latinoamericanas fue del 7 % (en el ejercicio anterior apenas crecieron un 0,2 %).

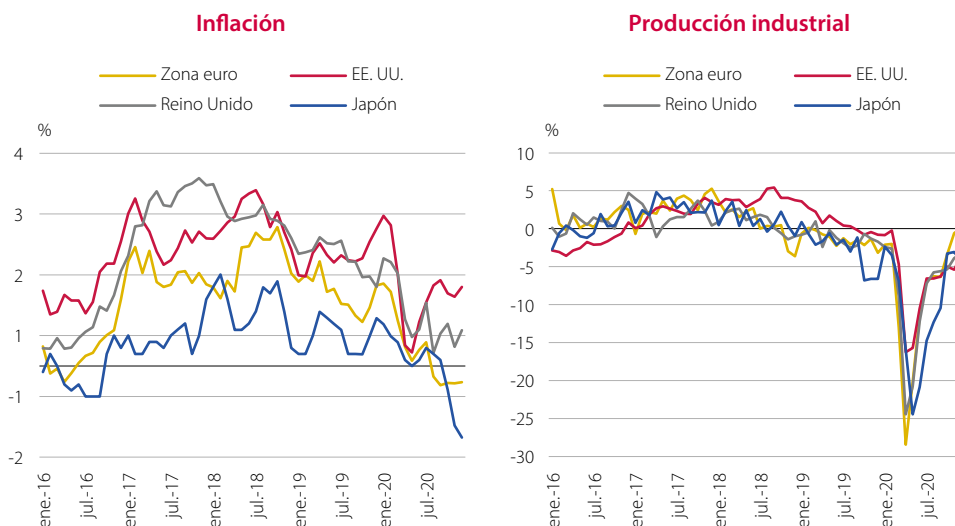
### Las tasas de inflación de las principales economías avanzadas se redujeron de forma notable en 2020

En un entorno de contracción del PIB e incertidumbre global, las tasas de inflación de las principales economías avanzadas se redujeron notablemente con respecto a las de 2019 (véase gráfico 1.1.2). En EE. UU. la inflación siguió una tendencia descendente en el conjunto del ejercicio, aunque esta fue algo irregular: disminuyó hasta mayo, cuando se situó en el 0,2 %, y posteriormente revirtió esta tendencia. En diciembre se situaba en el 1,3 % (frente al 2,3 % de 2019). La tasa de inflación en el Reino Unido siguió una tendencia similar, con descensos de hasta el 0,5 % en mayo para aumentar hasta el 1,0 % en julio. A final de año se situaba en el 0,6 % (1,3 % en 2019). En la zona euro y en Japón las tasas de inflación mostraron una tendencia bajista más marcada, finalizando el año en ambos casos en terreno negativo. En la zona euro los niveles de inflación fueron muy inferiores al objetivo del BCE (tasas cercanas pero ligeramente inferiores al 2 %). La tendencia descendente se produjo prácticamente durante todo el ejercicio exceptuando el periodo de mayo a agosto, momento a partir del cual la tasa interanual se situó por debajo de cero. A finales de 2020, esta tasa era del -0,3 % (1,3 % en diciembre de 2019). En Japón la inflación se situó en terreno negativo a partir de octubre y finalizó 2020 en el -1,2 % (0,8 % en diciembre de 2019). Las tasas subyacentes, que descuentan la evolución de los elementos más volátiles del índice (alimentos frescos y energía), mostraron una evolución más estable durante el año, registrándose también los niveles más altos en EE. UU. y en el Reino Unido. En EE. UU. la inflación subyacente se situó en diciembre en el 1,6 % y en el Reino Unido quedó en el 1,4 %. En cambio, en la zona euro fue del 0,2 % y en Japón del -0,4 %.

Por otra parte, cabe resaltar la heterogeneidad observada en la evolución de los precios de las materias primas a lo largo de 2020 debido al comportamiento divergente entre los precios del oro y de otros materiales preciosos, que crecieron de forma significativa, y el del petróleo, que presentó un balance anual descendente (a pesar de la recuperación observada desde finales de abril). Los primeros se han beneficiado de su carácter de activo refugio durante la crisis, siendo objeto de inversiones significativas por parte de los inversores en un entorno de alta incertidumbre. En cambio, la cotización del petróleo se ha visto afectada, entre otras razones, por las fuertes restricciones a la movilidad, que incidieron negativamente en su demanda (véase gráfico 1.1.3).

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

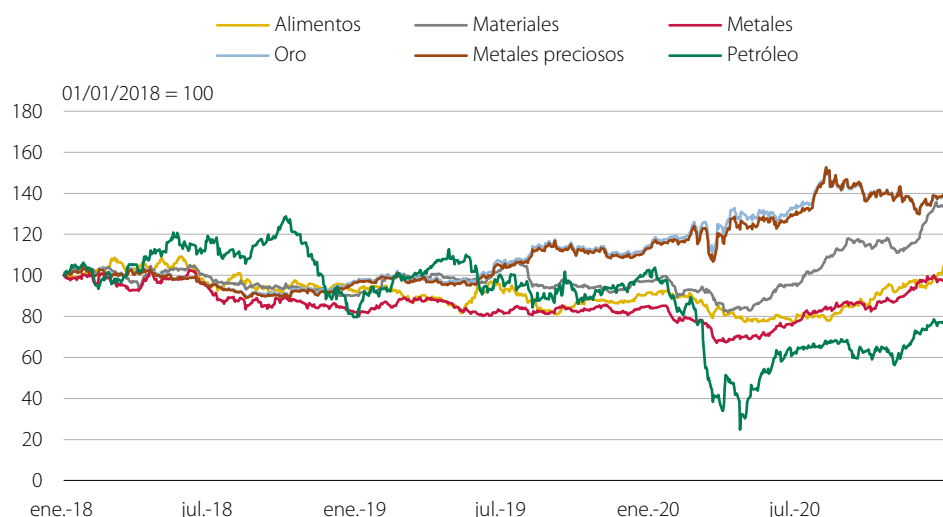
GRÁFICO 1.1.2



Fuente: Refinitiv Datastream.

### Precio de las materias primas

GRÁFICO 1.1.3



Fuente: Refinitiv Datastream.

### A lo largo de 2020 los bancos centrales de las principales economías adoptaron múltiples medidas expansivas para combatir los efectos de la crisis

Los tipos de interés oficiales de las principales economías avanzadas finalizaron 2020 en niveles relativamente similares y próximos a cero, un hecho que no ocurría desde finales de 2015 y que tuvo su origen en el marcado carácter expansivo de las políticas adoptadas por las autoridades monetarias para combatir la crisis del coronavirus.

En EE. UU., la Reserva Federal, que en enero mantuvo los tipos oficiales en la horquilla del 1,50-1,75 %, redujo en dos ocasiones en marzo de 2020 el tipo de interés oficial hasta situarlo en un rango del 0-0,25 %, niveles en los que estuvo durante la crisis financiera de 2008. También aumentó su tenencia de valores del Tesoro y de valores



respaldados por hipotecas para mejorar el funcionamiento del mercado y el flujo de crédito. Además, en su última reunión del año, el banco central se comprometió a no subir los tipos oficiales hasta que las condiciones del mercado laboral alcanzaran niveles congruentes con el pleno empleo y la inflación excediera del 2 %. En la zona euro el BCE mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales durante el ejercicio: el de las operaciones principales de refinanciación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito (en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 % respectivamente). Sin embargo, adoptó medidas expansivas para afrontar la crisis económica derivada de la pandemia, que fueron aumentando en duración y en alcance conforme avanzaba el año, desde programas adicionales de compras de activos hasta nuevas operaciones de financiación a plazo más largo para las entidades de crédito<sup>2</sup>.

### Papel del Banco Central Europeo en el contexto de la crisis del COVID-19

RECUADRO 1

La irrupción de la pandemia de coronavirus obligó al Banco Central Europeo (BCE) a adoptar una serie de medidas extraordinarias en materia de política monetaria —adicionales a las que estaban ya en vigor<sup>1</sup>— para hacer frente al enorme impacto que provocó la crisis sanitaria en la economía y los mercados.

Estas medidas se adoptaron en dos etapas: una primera, en los albores de la crisis, orientada a reducir las tensiones en los mercados financieros, sobre todo en los de deuda, además de garantizar el correcto funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria; y una segunda, a partir del verano de 2020, enfocada en mayor medida a combatir los efectos de la crisis económica y apoyar la recuperación de la economía de la zona euro. Estas medidas se sustentaron en el marco de una política monetaria de carácter muy expansivo que incluyó un nuevo programa de compras de deuda —tanto pública como privada— adicional a los que ya estaban en curso (con dos ampliaciones sucesivas de la cuantía de su dotación); el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles muy reducidos, los más bajos de su historia, con el objetivo de que los costes de financiación se mantuvieran bajos, y nuevas medidas no convencionales orientadas a favorecer la financiación del sector financiero para que este a su vez facilite créditos al sector privado y, en último término, incentive la inversión y el consumo.

2 En un primer momento en marzo, el BCE anunció un programa adicional de compras netas de activos por valor de 120.000 millones de euros hasta final de año. Posteriormente, lanzó un nuevo programa de compras de activos (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) para aportar liquidez adicional al sistema. En un principio fue dotado con 750.000 millones de euros, pero durante el año amplió dos veces su tamaño (en junio y diciembre), hasta los 1,85 billones de euros y su plazo hasta marzo de 2022 (el plazo previsto para su finalización era junio de 2021). Una de las características fundamentales de este programa es la flexibilidad respecto del tipo de activos a comprar (bonos soberanos y corporativos) y de los porcentajes asignables a cada país. El BCE retiró la restricción habitual en este tipo de programas, por la cual no podría adquirir más de un tercio de la deuda de un mismo emisor, para tener más discrecionalidad en sus compras de activos y poder centrarse en aquellos más afectados. Por otra parte, a través de las operaciones adicionales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III) incrementó la cantidad de dinero que los bancos pueden pedir prestado y facilitó que los fondos se obtuviesen para conceder financiación a los más afectados por la propagación del virus, incluidas las pymes. Y, de la misma forma, la autoridad monetaria anunció que ofrecerá cuatro operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO) en 2021 y continuarán las compras netas del programa de compra de activos (APP) al mismo ritmo mensual de 20.000 millones de euros.

En un primer momento, el 12 de marzo de 2020, el BCE aprobó un primer paquete de medidas que incluyó inyecciones de liquidez a los bancos<sup>2</sup> a un tipo de interés más favorable y compras extraordinarias de activos por importe de 120.000 millones de euros hasta finales de 2020 —adicionales a los 20.000 millones de euros mensuales del programa APP (Asset Purchase Programme) vigentes en aquel momento— con el objetivo de apoyar unas condiciones de financiación más favorables para la economía real. También flexibilizó las normas de capital y liquidez para los bancos<sup>3</sup>.

Posteriormente, el BCE puso en marcha, durante la segunda mitad de marzo, un paquete de medidas de mayor magnitud y alcance, el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Este programa, dotado con 750.000 millones de euros, tenía como principal objetivo garantizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria y acabar con las tensiones en los mercados de deuda, para evitar su fragmentación y asegurar que todos los países y sectores económicos pudieran beneficiarse de condiciones financieras favorables para hacer frente a este *shock*. Las principales medidas del programa incluían compras de deuda pública y privada por importe de 750.000 millones de euros hasta el final de 2020, con un enfoque flexible<sup>4</sup> en cuanto a su distribución tanto temporal como por tipo de activo y país de origen.

La gravedad de la crisis sanitaria y su extensión en el tiempo provocaron un intenso retroceso de la actividad económica en toda la zona euro, lo que llevó al BCE a adoptar medidas adicionales al objeto de estimular la recuperación económica y apoyar el crédito a la economía real. La primera fue el establecimiento en abril de un programa de operaciones de refinanciación a largo plazo no orientadas<sup>5</sup> (Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations, PELTRO) consistente en siete operaciones de refinanciación a los bancos con el fin de facilitarles abundante liquidez a coste reducido para procurar la concesión de crédito a empresas y familias en condiciones más favorables. A esta medida la siguió a comienzos de junio una ampliación en 600.000 millones de euros del importe de las compras del programa PEPP (hasta un total de 1,35 billones de euros) y su extensión hasta junio de 2021 o más allá si fuese necesario, así como la creación de una línea de liquidez denominada EUREP, dirigida a los bancos centrales de la zona euro para facilitar la correcta transmisión de la política monetaria.

A finales de año (en diciembre), el BCE recalibró de nuevo sus herramientas de política monetaria, incrementando por segunda vez la cuantía de la dotación del programa de compras PEPP hasta 500.000 millones adicionales (hasta un total de 1,85 billones), así como su extensión hasta marzo de 2022, además de mejorar las condiciones de financiación a los bancos a través de las TLTRO<sup>6</sup> y anunciar 4 nuevas operaciones de financiación a largo plazo PELTRO en 2021.

Todas las medidas adoptadas por el BCE siguen vigentes en la fecha de cierre de este informe y se mantiene el compromiso con la recuperación de la economía europea y el euro. Aunque la pandemia aún perdura y sus efectos continúan afectando gravemente tanto a la economía europea como a la mundial, cabe poner en valor algunos de los resultados obtenidos como consecuencia de la adopción de estas medidas, destacando los siguientes:

- i) Los tipos de interés de la deuda pública se han mantenido en niveles reducidos en todos los plazos de la curva en todas las economías de la zona

euro, alcanzándose valores negativos en plazos cercanos o superiores a los 10 años en muchas de ellas. Esta circunstancia ha permitido relajar la presión sobre los costes del servicio de la deuda que han de afrontar los Estados, especialmente en un momento en el que han tenido que asumir un importante incremento del gasto público y, en consecuencia, del endeudamiento para hacer frente a los efectos de la pandemia. Asimismo, este efecto también se ha extendido a los tipos corporativos, que se han situado en niveles muy bajos para la mayoría de las emisiones y plazos, incluso los de aquellos emisores con peores calificaciones crediticias, lo que ha permitido también el mantenimiento de sus costes financieros en niveles reducidos, así como el acceso a la financiación de aquellas compañías con una estructura financiera más débil.

- ii) Las condiciones de financiación a los diferentes sectores (Administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares) han continuado siendo favorables. Estas condiciones, especialmente relevantes en estos momentos, se derivan tanto de la evolución de los tipos de interés ya comentada como de la relajación de las condiciones de acceso al crédito para las entidades financieras. La mejora de la financiación de las entidades financieras bancarias se ha producido por varias vías, entre las que destacan las diferentes operaciones de financiación con la autoridad monetaria y la flexibilización temporal de los criterios de exigencias de capital, todas ellas dirigidas a incrementar los recursos de los bancos para que puedan aumentar el volumen de crédito.

Aunque la duración inicialmente prevista de los programas anteriores a la pandemia era inferior, y alguno debería haber concluido hace tiempo, las circunstancias y la evolución de los datos económicos obligaron a extender su duración. Así, al programa de compras de activos (APP), que estaba vigente al inicio del ejercicio, se unió el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), aunque el importe de sus compras y su composición han variado a lo largo del tiempo en función de las necesidades de la política monetaria según se ha comentado (véanse cuadros R1.1 y R1.2).

### Evolución compras netas de los programas de compras de activos del BCE<sup>1</sup>

CUADRO R1.1

Importes en miles de millones

	ABSPP <sup>2</sup>	CBPP3 <sup>3</sup>	PSPP <sup>4</sup>	CSPP <sup>5</sup>	APP <sup>6</sup>
	Total	Total	Total	España <sup>7</sup>	Total
Inicio del programa	nov.-14	oct.-14	mar.-15		jun.-16
Vol. adquirido a 31 dic. 2019	28,4	263,6	2.102,9	260,8	184,5
Vol. adquirido a 31 dic. 2020	29,3	287,5	2.341,6	292,8	250,4

Fuente: BCE. (1) Los datos corresponden a las compras netas, incluidos los ajustes por amortizaciones. (2) ABSPP (Asset-Backed Securities Purchase Programme): programa de compras de titulizaciones. (3) CBPP3 (Third Covered Bond Purchase Programme): tercer programa de compras de cédulas (*covered bonds*). (4) PSPP (Public Sector Purchase Programme): Programa de compras de deuda pública. (5) CSPP (Corporate Sector Purchase Programme): programa de compras de deuda corporativa. (6) APP (Asset Purchase Programme): programa de compras de activos. (7) En el caso de España, el dato corresponde a compras sin descontar los ajustes por amortizaciones.

## Evolución compras netas del programa de compras PEEP del BCE<sup>1</sup> CUADRO R1.2

Importes en miles de millones

	Pagarés	Cédulas	Deuda pública		Deuda corporativa	PEEP (total)
	Total	Total	Total	España <sup>2</sup>	Total	Total
Vol. adquirido a 31 jul. 2020	34,8	3,1	384,5	46,1	17,6	440,0
Vol. adquirido a 31 ene. 2021	16,6	3,1	764,7	89,8	22,3	806,7

Fuente: BCE. (1) Los datos corresponden a las compras netas, incluidos los ajustes por amortizaciones. (2) En el caso de España, el dato corresponde a compras sin descontar los ajustes por amortizaciones.

- Las últimas medidas de flexibilidad monetaria adoptadas por el BCE a lo largo de 2019 incluían la rebaja del tipo de la facilidad marginal de depósito hasta el -0,5 %, la tercera ronda de financiación a la banca (TLTRO III) extendiendo su plazo de 2 a 3 años y el inicio de las compras netas de deuda por importe de 20.000 millones de euros mensuales desde noviembre de ese año, en el marco de su programa APP, que ya se encontraba vigente.
- Vigentes desde junio de 2020 hasta junio de 2021 y a un tipo que podría llegar a ser 25 puntos básicos (p.b.) inferior a la facilidad marginal de depósito si los fondos estaban destinados a ofrecer financiación a la economía real.
- Incluida la suspensión de los test de estrés que estaban previstos para julio de 2020.
- El objetivo de las compras incluía la adquisición de valores de renta fija pública y privada negociables con un vencimiento residual mínimo de 28 días y máximo de 30 años —lo que permitía la adquisición de pagarés de empresa, que hasta ese momento no estaban incluidos en las compras— y una exención de los requisitos de elegibilidad para poder adquirir deuda pública emitida por Grecia.
- El programa PELTRO consiste en siete operaciones de refinanciación que comenzaron en mayo de 2020 y que vencerán, en una secuencia escalonada, entre julio y septiembre de 2021. Su ejecución consiste en subastas a tipo fijo con asignación plena y con un tipo de interés 25 p.b. inferior al de las operaciones principales de financiación (del 0 %).
- Entre junio y diciembre de 2021 tendrán lugar 3 operaciones adicionales de financiación, ampliándose hasta junio de 2022 el periodo en que se aplican condiciones más favorables y el importe total de financiación que pueden obtener (que pasa del 50 % al 55 % del *stock* de préstamos elegibles).

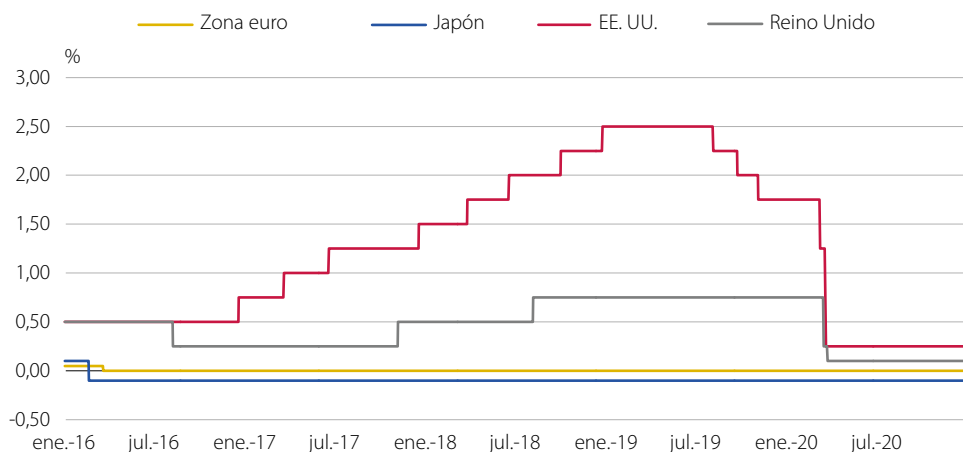
Por su parte, el banco central del Reino Unido rebajó dos veces el tipo de interés oficial en marzo, la primera hasta el 0,25 % (se encontraba desde julio de 2018 en el 0,75 %) y una semana después, lo volvió a reducir hasta el 0,10 %, manteniéndolo en ese nivel durante el resto de 2020<sup>3</sup>. Además también amplió su programa de compra de activos e introdujo, en los primeros meses del año, un nuevo esquema de financiación a plazos con incentivos adicionales para las pequeñas y medianas empresas (TFSME, por sus siglas en inglés). El Banco de Japón no modificó el tipo de interés oficial, que lleva en el -0,10 % desde principios de 2016, aunque en marzo introdujo medidas para contrarrestar los efectos de la crisis económica provocada por la pandemia<sup>4</sup>.

- La autoridad monetaria británica reconoció en agosto que la implantación de tipos negativos en el país no era probable, pero que es una herramienta más de la que disponen y que valoraban las medidas y efectos de implantarla en caso de que fuese necesario.
- Entre otras medidas, el Banco de Japón aumentó el alcance de sus programas de compras y creó una línea de financiación para las empresas afectadas por el coronavirus. Además intensificó las compras de bonos del Gobierno, las de fondos cotizados en bolsa y las de fondos japoneses de inversión inmobiliaria (J-REIT).

## Tipos de interés de intervención

GRÁFICO 1.1.4

Los mercados de valores  
y sus agentes  
Entorno económico  
y financiero

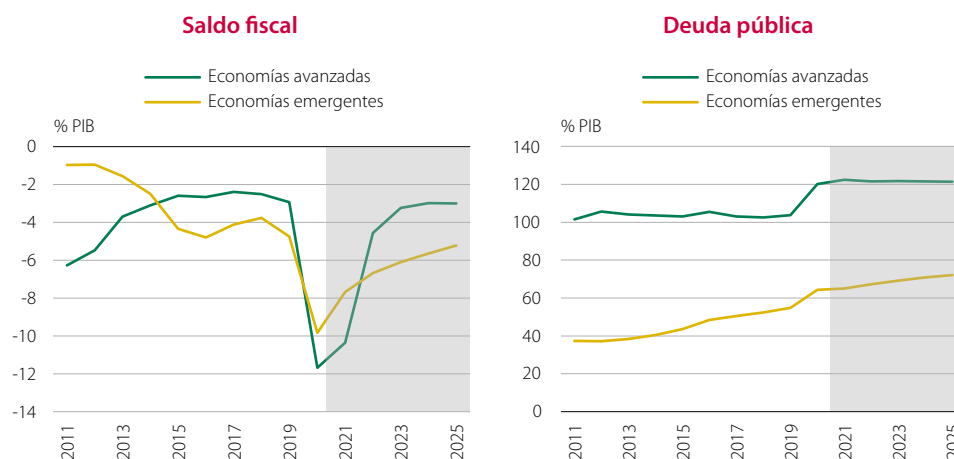


Fuente: Refinitiv Datastream.

### En 2020 el déficit y la deuda pública se incrementaron significativamente tanto en las economías avanzadas como en las emergentes a raíz de las medidas fiscales adoptadas para paliar el impacto de la pandemia

El brote de COVID-19 hizo que se adoptaran numerosas medidas fiscales en todos los países en 2020; medidas que fueron de diferente naturaleza (ayudas directas, avales a la financiación, moratorias, etc.), algunas de las cuales se tradujeron inmediatamente en un aumento del gasto y del endeudamiento público. El fuerte aumento del gasto, junto con la caída de los ingresos derivada de la contracción de la actividad económica, dieron lugar a un aumento sustancial del déficit público tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Según las estimaciones del FMI, el déficit público de las primeras se cuadruplicó hasta el 11,7 % del PIB, frente al 2,9 % en 2019, y el de las segundas tuvo un crecimiento menos pronunciado aunque igualmente notable, hasta el 9,8 % (4,7 % en 2019). La evolución de la deuda pública siguió la misma tendencia creciente: en las economías avanzadas se produjo también un incremento más acusado, desde el 103,8 % del PIB en 2019 hasta el 120,1 % en 2020, mientras que en las economías emergentes fue de 9,6 p.p., hasta situarse en el 64,4 % (véase gráfico 1.1.5).

El pronóstico del FMI para los próximos años toma en consideración el comienzo del proceso de vacunación y la mejora de las expectativas que esto conlleva. Así, la institución pronostica una reducción del déficit público de las economías avanzadas en los próximos 5 años hasta alcanzar los niveles de 2019 (hasta el 3 % del PIB) y una disminución también en las economías emergentes aunque más leve, hasta situarse en el 5,2 % en 2025. Con respecto a la deuda pública, en las economías avanzadas se espera un mantenimiento de los niveles actuales en los próximos 5 años alrededor del 121 % del PIB, mientras que en las economías emergentes se prevé que continúe aumentando durante los próximos años hasta alcanzar aproximadamente el 72 % en 2025.



Fuente: FMI.

### 1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

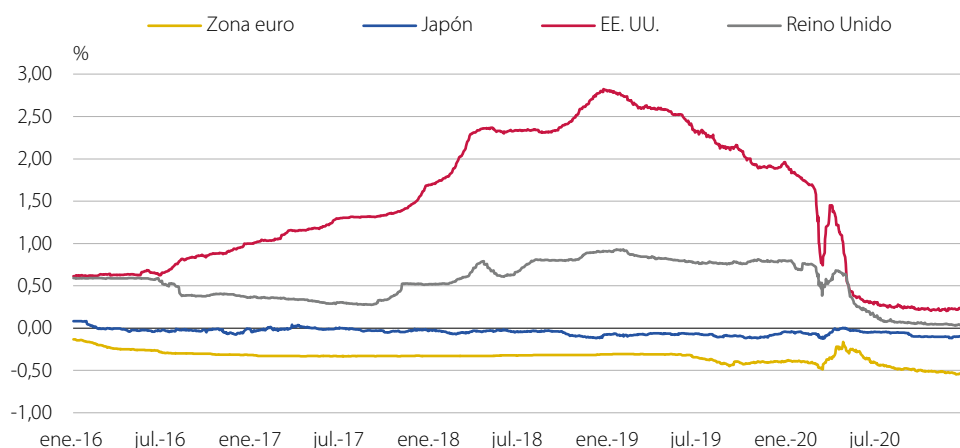
#### Las diferencias entre los tipos de interés a 3 meses en EE. UU. y en la zona euro se redujeron con respecto a las existentes en 2019

Los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas siguieron mostrando diferencias notables, aunque tal y como se observa en el gráfico 1.1.6, este diferencial se redujo significativamente en 2020 como resultado de las medidas expansivas adoptadas para paliar el impacto económico del COVID-19. Así, a principios del año pasado la diferencia entre los tipos de interés a corto plazo en EE. UU. y en la zona euro era de 229 puntos básicos (p.b.), mientras que en diciembre este diferencial se había reducido hasta los 78 p.b., unos niveles que no se observaban desde finales de 2015.

La disminución del tipo de interés oficial en EE. UU. en dos ocasiones propició la caída de los tipos de interés a 3 meses en esta economía, que a finales de año se situaban en el 0,24 %, 167 p.b. menos que al cierre de 2019. Pese a esta disminución, estos siguieron siendo los más elevados de entre las economías avanzadas. En la zona euro, los tipos de interés a 3 meses, que comenzaron el ejercicio en el -0,38 %, disminuyeron 16 p.b. a lo largo de este hasta finalizarlo en -0,55 %. La disminución de estos tipos de interés no fue gradual en el año, sino que se experimentaron repuntes de cierta intensidad en los momentos más turbulentos de la crisis (en la zona euro los tipos aumentaron hasta el -0,16 % a finales de abril) y, posteriormente, conforme los bancos centrales fueron poniendo en marcha sus medidas, los tipos de interés empezaron a disminuir con intensidad. En el Reino Unido, tras los recortes en el tipo de interés oficial, la disminución en los tipos de interés a corto plazo fue de 77 p.b. con respecto al año anterior, hasta situarse en el 0,03 % a final del ejercicio. Por su parte, el balance anual de los tipos de interés en Japón fue ligeramente descendente, al situarse en torno al -0,08 % en diciembre, 4 p.b. menos que en 2019.

## Tipos de interés a corto plazo (3 meses)

GRÁFICO 1.1.6



Fuente: Refinitiv Datastream.

En cuanto a las expectativas acerca de los tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) apuntan a que las referencias a corto plazo tanto en la zona euro como en EE. UU. no van a variar en los próximos meses y que seguirán mostrando diferencias entre ellas, aunque significativamente inferiores a las de años anteriores.

### Los mercados de deuda se caracterizaron por repuntes en el rendimiento de los bonos y las primas de riesgo en los primeros meses del año, seguidos de caídas en el resto del ejercicio

La evolución de los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos de la mayoría de las principales economías fue relativamente homogénea durante el año, con descensos generalizados en el conjunto del ejercicio, aunque registrándose repuntes transitorios durante los meses iniciales de la pandemia (véase gráfico 1.1.7). En la segunda mitad del año, además, mientras que las rentabilidades a largo plazo seguían descendiendo en Europa, en un entorno marcado por las compras voluminosas de activos de deuda pública por parte del BCE, se incrementaban levemente en EE. UU. En esta economía, que se veía algo menos afectada por la pandemia, persistían ciertas incertidumbres asociadas en parte a las elecciones presidenciales y a la elevada incidencia del virus. En las últimas semanas del año el descenso de las rentabilidades respecto a los valores precrisis se asocia al comienzo del proceso de vacunación contra el COVID-19 y a la disminución de algunas de las incertidumbres políticas y económicas existentes. Algunos ejemplos son el acuerdo entre la Unión Europea y el Reino Unido para evitar un *brexit* duro, la declaración definitiva de Joe Biden como presidente de los EE. UU. y la aprobación del Fondo de Recuperación europeo para hacer frente a los daños económicos y sociales causados por la pandemia.

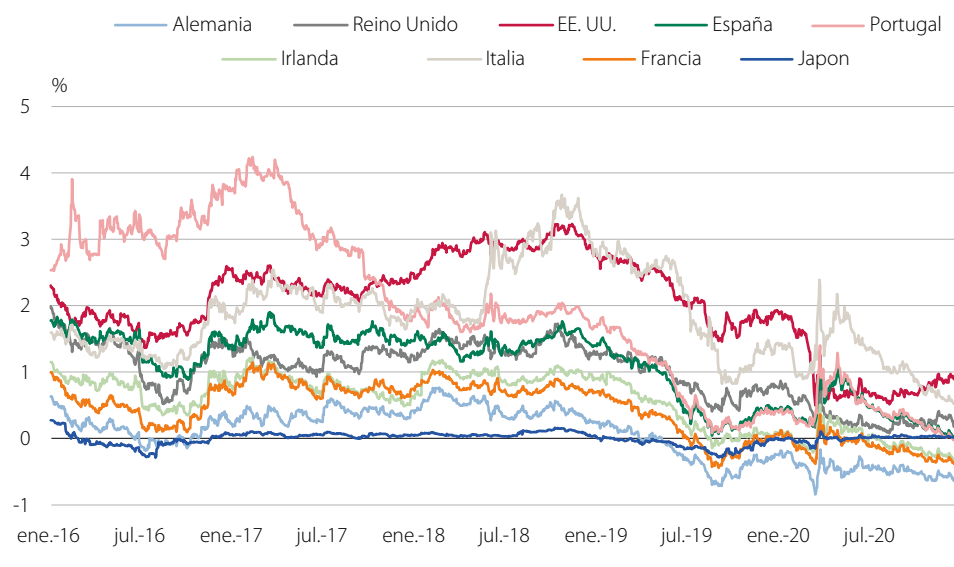
En este contexto los tipos de interés de los bonos soberanos experimentaron disminuciones en el conjunto del año, pese a las subidas registradas en algunos países durante los meses de marzo y abril. Estos descensos oscilaron entre los 39 p.b. del bono alemán y del portugués y los 91 p.b. del bono italiano (41 p.b. en el caso del bono español). Con estas caídas, a finales de 2020 los niveles de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo se situaban en territorio negativo en la mayoría de los países europeos. En Alemania se encontraban por debajo del -0,5 %, y en Holanda, Francia, Irlanda, Bélgica, Austria y Finlandia entre el -0,3 % y el -0,5 %. Se

situaban ligeramente por encima de cero en España y Portugal (0,06 % en ambos casos) y en el 0,52 % y el 0,63 % en Italia y Grecia, respectivamente. Por su parte, en el Reino Unido los tipos de interés del bono soberano también disminuyeron en el conjunto del año hasta situarse en el 0,20 % a finales del mismo (63 p.b. menos que en diciembre de 2019).

En el caso de EE. UU. la rentabilidad del bono finalizaba el ejercicio en el 0,91 %, 100 p.b. menos que al cierre de 2019, mientras que en Japón cabe destacar la vuelta de la rentabilidad del bono a terreno positivo tras un leve aumento de 4 p.b. con respecto al ejercicio anterior, hasta el 0,02 %.

### Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

GRÁFICO 1.1.7



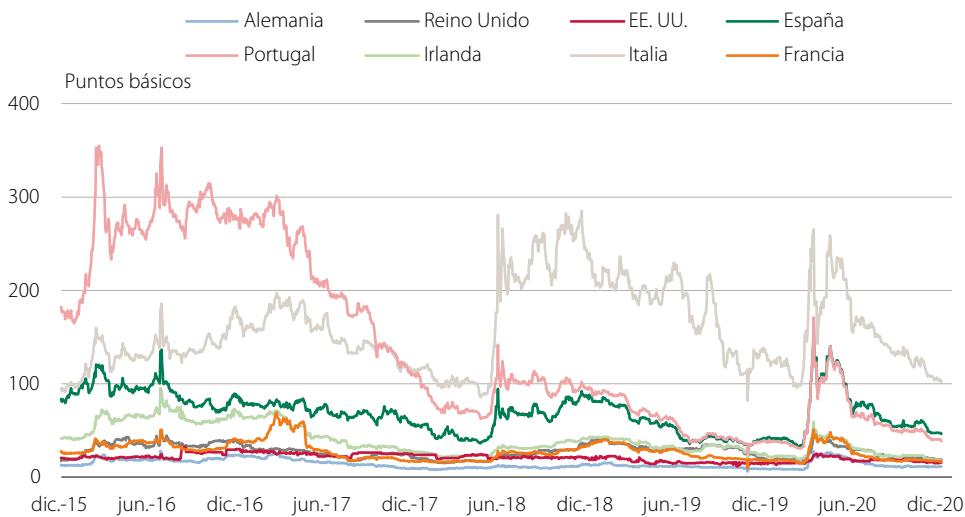
Fuente: Refinitiv Datastream.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas tuvieron un comportamiento similar a lo largo de 2020, con incrementos relevantes durante el mes de marzo y posteriores disminuciones conforme avanzaba el año. En el gráfico 1.1.8 se pueden observar los repuntes provocados por la expansión del coronavirus en los primeros meses del ejercicio. Así, destacan los experimentados por los países periféricos de la zona euro, en los que desde principios de año y hasta mediados de marzo la prima de riesgo de crédito soberano había aumentado 291 p.b. en Grecia, 144 p.b. en Italia, 133 p.b. en Portugal y 126 p.b. en España. El descenso en las primas de riesgo registrado con posterioridad hizo que la variación entre diciembre de 2019 y diciembre de 2020 fuera poco significativa en la mayoría de estas economías: mientras que en Grecia e Italia disminuyó 10 p.b. y 23 p.b. respectivamente, en España aumentó 2 p.b., hasta los 43 p.b., y en Portugal se mantuvo en 38 p.b. Tampoco fueron significativas las variaciones de estas primas en las demás economías europeas. Por ejemplo, en Francia y en el Reino Unido se registraron caídas de aproximadamente 2 p.b. y en Alemania una subida de la misma magnitud. En EE. UU. se situó en 14 p.b. a finales de diciembre, 1 p.b. por encima de los 13 de finales de 2019.



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

GRÁFICO 1.1.8



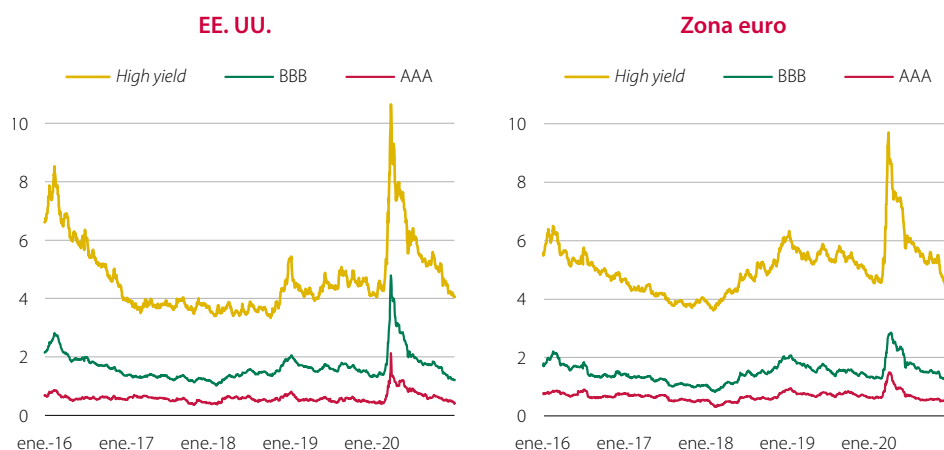
Fuente: Refinitiv Datastream.

La prima de riesgo de las entidades de crédito de la zona euro presentó un balance anual a la baja en 2020, pese a registrar en marzo un repunte notable, al igual que las primas de riesgo soberano. Los mismos factores que contribuyeron a rebajar estas últimas —incluidas las compras de activos del banco central— generaron un cambio en las perspectivas del sector bancario. Así, la prima de riesgo de estas entidades se redujo 13 p.b., hasta situarse en 88 p.b. a finales de diciembre. Por el contrario, en EE. UU. la prima de riesgo del sector bancario acabó el ejercicio presentando un leve aumento (de 14 p.b., hasta los 51 p.b.), puesto que el repunte de marzo fue más intenso que el de las entidades europeas y la senda descendente posterior no pudo compensar por completo aquel aumento.

Las primas de riesgo de la deuda corporativa siguieron la misma tendencia. Aumentaron con fuerza en los primeros meses del año y posteriormente fueron disminuyendo de forma generalizada en todos los segmentos a medida que se incrementaba el tono expansivo de las medidas de los bancos centrales y se reducía ligeramente la incertidumbre generada por la crisis. 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). Los movimientos más abruptos se registraron en los segmentos de peor calidad crediticia tanto en EE. UU. como en Europa, que, tras experimentar un repunte de 651 p.b. y de 496 p.b. de diciembre a finales de marzo, mostraron un descenso notable con posterioridad, lo que dejó estos diferenciales en 407 p.b. y 444 p.b. respectivamente a final de año (6 p.b. y 30 p.b. menos que en diciembre de 2019).

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

GRÁFICO 1.1.9



Fuente: Refinitiv 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).

### Fuerte aumento de las emisiones brutas de deuda en los mercados internacionales en 2020, por el avance de las soberanas y de las de las compañías no financieras

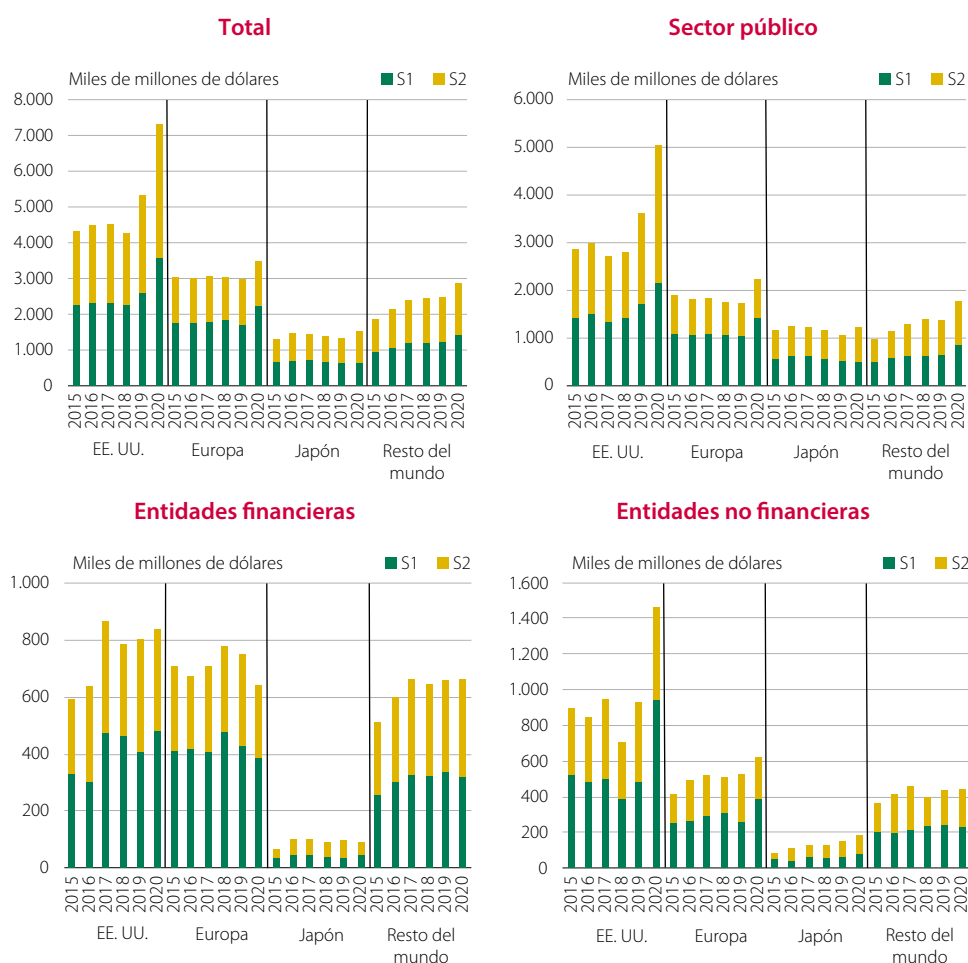
Las emisiones brutas de deuda en los mercados financieros internacionales ascendieron a 15,2 billones de dólares en 2020, un 25,6 % más que en 2019, observándose un patrón distinto entre emisores (véase gráfico 1.1.10). En EE. UU. se registraron incrementos notables: de un 37,3 % hasta los 7,33 billones de dólares. En Europa fueron de un 16,9 %, hasta los 3,50 billones de dólares, y en Japón se produjeron repuntes de casi un 14 %, hasta situarse en los 1,5 billones de dólares. Por sectores se observaron comportamientos heterogéneos, con fuertes aumentos en las emisiones del sector no financiero y en las emisiones soberanas, mientras que se redujeron en el sector financiero. Estas tendencias son compatibles con la evidencia observada en relación con la financiación de las distintas entidades durante la crisis, en la que: i) las Administraciones públicas han tendido a endeudarse de forma significativa para paliar los efectos de la pandemia; ii) las sociedades no financieras han acudido en mayor medida a los mercados de capitales para obtener financiación en buenas condiciones y formar un colchón de liquidez en un entorno de alta incertidumbre, y iii) las entidades financieras han aprovechado otras líneas de financiación y, en particular, aquellas puestas en marcha por los diferentes bancos centrales.

Las emisiones de deuda soberana crecieron en todas las regiones. Destacó el crecimiento de las emisiones soberanas en EE. UU., con un avance del 39,3 % respecto a 2019 para situarse en 5 billones de dólares, aproximadamente un 70 % de las emisiones totales de deuda en este país. En Europa y Japón también se produjeron incrementos notables (del 29,7 % y el 14,2 %, respectivamente). La tendencia de las emisiones de deuda efectuadas por los sectores privados fue distinta entre subsectores, con incrementos en el sector no financiero y ligeras disminuciones en el financiero. En el primero, el avance con respecto a 2019 fue del 32,8 % y se explica por los repuntes observados en todas las áreas económicas analizadas (57,1 % en EE. UU., 23,5 % en Japón y 19 % en Europa). En cambio, en el sector financiero se registró una ligera caída en las emisiones de deuda con respecto al año anterior (excepto en EE. UU.), debido al menor dinamismo de estas en el último semestre del año. Como

se ha mencionado anteriormente, las entidades financieras tienen fuentes alternativas de financiación, básicamente como la que procede de los bancos centrales.

## Emisiones brutas de renta fija internacionales

GRÁFICO 1.1.10



Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

## Las bolsas internacionales mostraron un balance heterogéneo en 2020, aunque todas ellas registraron repuntes significativos de la volatilidad

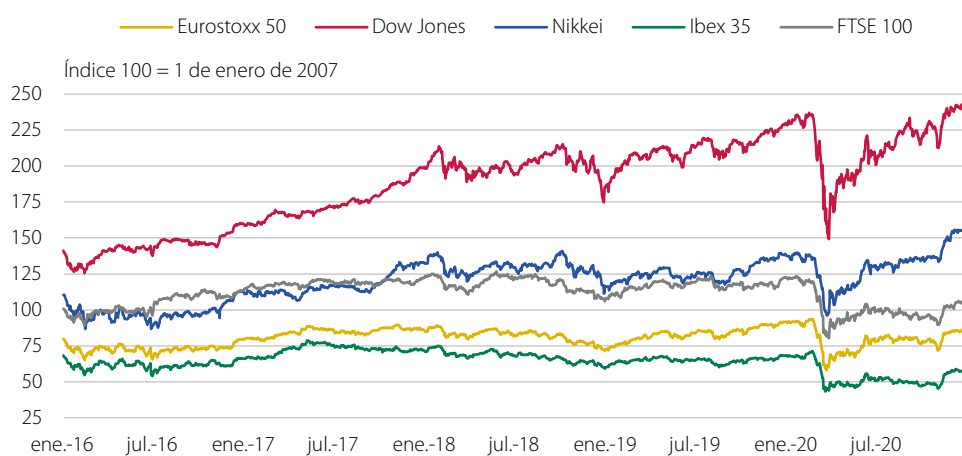
La tendencia seguida por los índices internacionales en 2020 tuvo un patrón relativamente similar entre los diferentes índices, con fuertes caídas en los primeros meses del año, ocasionadas por el brote de coronavirus y las medidas de aislamiento adoptadas, y una evolución alcista con posterioridad, aunque algo irregular, siendo esta más intensa en el segundo y el cuarto trimestres del ejercicio. A pesar de este patrón, las diferencias en la magnitud de los descensos y ascensos en las diferentes etapas hicieron que el balance anual fuera dispar entre los principales índices. Así, se observaron caídas en algunas regiones (como en Europa —salvo en Alemania— y en muchas economías emergentes) y revalorizaciones en otras (EE. UU., Japón y China). Cabe destacar el fuerte y generalizado crecimiento de las cotizaciones en el tramo final del año gracias al avance de las vacunas y el inicio de su administración y a la disminución de algunas incertidumbres políticas.

Por regiones, el descenso de los índices de renta variable fue más acusado en Europa, donde, además de las caídas iniciales (en torno al 27 %), también se observaron

retrocesos en el tercer trimestre del año, aunque menos cuantiosos. Pese al buen comportamiento de los índices europeos en el segundo y el último trimestre del ejercicio, en el conjunto del año tan solo el Dax 30 se revalorizó (un 3,5 % con respecto a 2019), mientras que los demás índices experimentaron disminuciones que oscilaron entre el 3,6 % del Euronext 100 y el 15,5 % del español Ibex 35. En cambio, los índices estadounidenses y japoneses finalizaron el año con revalorizaciones notables en la mayoría de casos. En EE. UU. destacó el comportamiento del índice de empresas tecnológicas Nasdaq, que se revalorizó un 43,6 % en el año, seguido de los aumentos del S&P 500 y el Dow Jones (16,3 % y 7,2 %, respectivamente). Los índices japoneses, Nikkei 225 y Topix, también experimentaron incrementos en el ejercicio, del 16 % en el primer caso y del 4,8 % en el segundo.

### Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.1.11

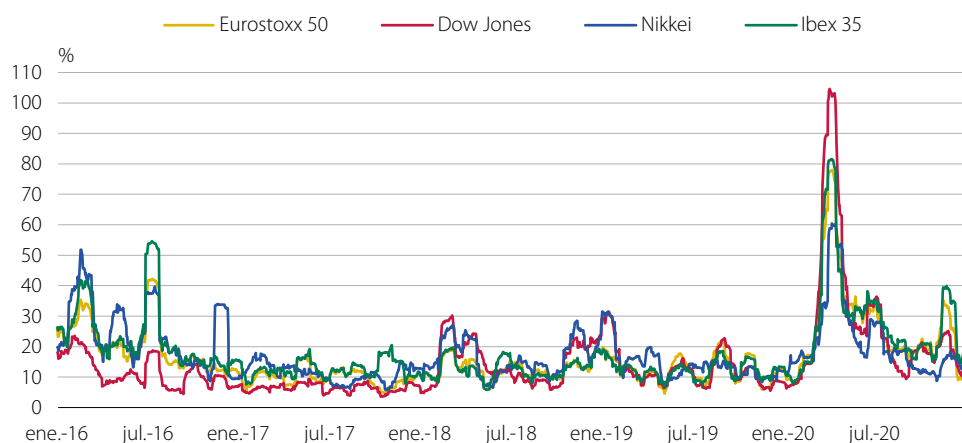


Fuente: Refinitiv Datastream.

Las medidas de volatilidad histórica de los principales índices bursátiles mostraron una tendencia irregular en el ejercicio. Tal y como se muestra en el gráfico 1.1.12, los repuntes más significativos se dieron durante la segunda mitad de marzo y los primeros días de abril a raíz de la incertidumbre provocada por el coronavirus. Posteriormente estos niveles fueron disminuyendo, aunque en determinados periodos del año se dieron nuevos incrementos provocados por rebrotes del virus y las consiguientes medidas para tratar de paliar sus efectos. En este contexto, la media anual de las volatilidades de los índices superó ampliamente sus promedios históricos, al contrario de lo que sucedió en el ejercicio anterior. En Europa, los indicadores de volatilidad histórica del Ibex 35 y del Eurostoxx 50 registraron un promedio anual en torno al 27 %, mientras que su media histórica es aproximadamente de un 18 % en ambos casos. Aunque la volatilidad de estos índices llegó a alcanzar máximos cercanos al 80 % en abril, finalizó 2020 en el 19 % (Ibex 35) y el 14 % (Eurostoxx). Siguiendo esta tendencia, la volatilidad del Dow Jones llegó a situarse en el 103 % a principios de abril, aunque se redujo notablemente con posterioridad para finalizar el año en torno al 8 %. En cambio, la volatilidad histórica del Nikkei 225 presentó repuntes más leves que los de los índices anteriores, llegando a niveles máximos del 60 % y situándose en diciembre en torno al 13 %. Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes se mostraron en la misma línea que las medidas históricas, con promedios anuales de entre un 24 % y un 30 % en los índices más relevantes, exceptuando el tecnológico Nasdaq, cuyo promedio anual fue del 49 %.

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

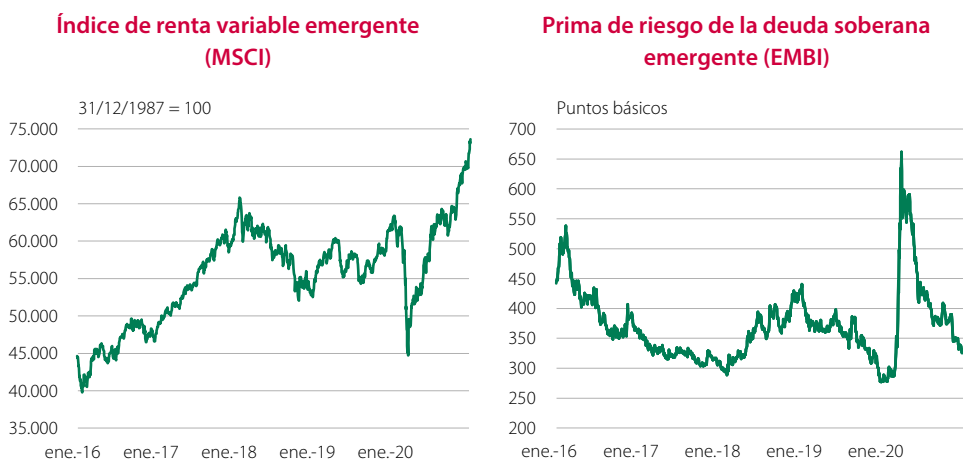
GRÁFICO 1.1.12



Fuente: Refinitiv 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  $t$ .

Las cotizaciones de las bolsas de las economías emergentes también siguieron un patrón irregular durante el año, registrándose caídas en el primer y el tercer trimestre del año y repuntes en el segundo y el cuarto. La expansión del COVID-19 y sus consecuencias económicas marcaron la evolución de estos mercados, aunque esta fue diferente (en tiempo e intensidad) en las diferentes áreas emergentes. Con todo, el índice MSCI de renta variable emergente se revalorizó un 17 % en el conjunto del año (el crecimiento de este índice respecto a su valor a finales de marzo fue cercano al 60 %). Por otra parte, la prima de riesgo (EMBI), que repuntó de forma significativa y alcanzó un máximo de 661 p.b. a finales de marzo, descendió con fuerza durante el resto del ejercicio para finalizarlo en 323 p.b., 46 p.b. por encima de los niveles de finales de 2019 (véase gráfico 1.1.13).

En el cuadro 1.1.1 puede observarse el comportamiento dispar de los mercados bursátiles de las economías emergentes durante 2020. La mayoría de los índices latinoamericanos presentaron leves avances en el año, destacando el comportamiento del índice argentino Merval, que se revalorizó significativamente (22,9 %), y del índice chileno, que cayó un 10,2 %. En Asia, los repuntes de los índices de Corea del Sur y de China fueron notables (un 30,8 % y un 14 %, respectivamente), pues vivieron con anticipación los peores momentos del contagio del virus y también comenzaron a recuperarse antes, por lo que acumularon 3 trimestres consecutivos de revalorizaciones. Por su parte, los índices de las economías emergentes de Europa del Este mostraron el peor comportamiento, ya que los incrementos del segundo y del cuarto trimestre no pudieron compensar las caídas de otros momentos, de manera que todos sus índices acabaron experimentando retrocesos de diferente intensidad.



Fuente: Refinitiv Datastream y Bloomberg.

### Los mercados de renta variable: rentabilidad

CUADRO 1.1.1

Bolsa	Índice	Var. <sup>1</sup> (%)				
		2016	2017	2018	2019	2020
<b>Países desarrollados</b>						
EE. UU.	Dow Jones Ind. A.	13,4	25,1	-5,6	22,3	7,2
EE. UU.	Nasdaq Composite	7,5	28,2	-3,9	35,2	43,6
EE. UU.	S&P 500	9,5	19,4	-6,2	28,9	16,3
Japón	Nikkei	0,4	19,1	-12,1	18,2	16,0
Reino Unido	FTSE 100	14,4	7,6	-12,5	12,1	-14,3
Zona euro	Eurostoxx 50	0,7	6,5	-14,3	24,8	-5,1
Euronext	Euronext 100	3,0	10,6	-11,2	24,9	-3,6
Alemania	Dax 30	6,9	12,5	-18,3	25,5	3,5
Francia	Cac 40	4,9	9,3	-11,0	26,4	-7,1
Italia	Mib 30	-10,2	13,6	-16,1	28,3	-5,4
España	Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	11,8	-15,5
<b>Latinoamérica, Asia y Europa del Este</b>						
Argentina	Merval	44,9	77,7	0,8	37,6	22,9
Brasil	Bovespa	38,9	26,9	15,0	31,6	2,9
Chile	IGPA	14,2	35,0	-7,3	-9,9	-10,2
México	IPC	6,2	8,1	-15,6	4,6	1,2
Perú	IGBL	58,1	28,3	-3,1	6,1	1,4
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	3,3	21,8	-17,3	7,7	30,8
Hong Kong	Hang Seng	0,4	36,0	-13,6	9,1	-3,4
China	Shangai Composite	-12,3	6,6	-24,6	22,3	13,9
Rusia	Russian RTS Index	52,2	0,2	-7,6	45,3	-10,4

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

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 al alza a lo largo de 2020, aunque con diferencias entre las principales áreas

geográficas. En EE. UU. y en Japón se registraron los aumentos más significativos. En EE. UU. se observó un incremento de la contratación del 62 %, hasta los 59,6 billones de euros, en el año, con un aumento en la negociación tanto en NYSE como en BATS Global Markets y en Nasdaq OMX. En Japón, el aumento anual de la contratación fue inferior, del 19 %. Entre las plataformas europeas, la expansión de mayor calibre se registró en Deutsche Börse, con un 35 % hasta noviembre, seguido de Euronext con un 28 %. Sin embargo, otros centros de negociación europeos presentaron caídas de cierta intensidad en la contratación, como es el caso de Cboe Equities Europe, en el que descendió un 12 % y de BME, en el que la caída fue del 9 % hasta diciembre<sup>5</sup>. El operador de Londres registró un leve incremento del 3 % y el SMN Turquoise retrocedió un 9 % en su actividad de negociación en 2020.

En los primeros meses de 2021 se prolongó la tendencia al alza de las cotizaciones bursátiles, en un contexto de cierto optimismo derivado del despliegue de las vacunas contra el COVID-19. Esta tendencia ha sido irregular, pues se ha visto afectada por el recrudecimiento de la tercera ola de contagios del virus en muchos países —y el mantenimiento o la adopción de medidas de movilidad más restrictivas— y los problemas en el suministro de las vacunas. Hasta la fecha<sup>6</sup>, todos los índices de referencia muestran revalorizaciones, que son más intensas en Japón (entre el 8 % y el 8,6 %) y en EE. UU. (entre el 8,9 % y el 11,2 %). En Europa los avances de los índices, algo menos intensos, oscilan entre el 6,2 % del Ibex 35 y el 12,3 % del francés Cac 40.

### La divisa europea ganó atractivo frente a la estadounidense respecto de la que disminuyó su consideración como activo refugio

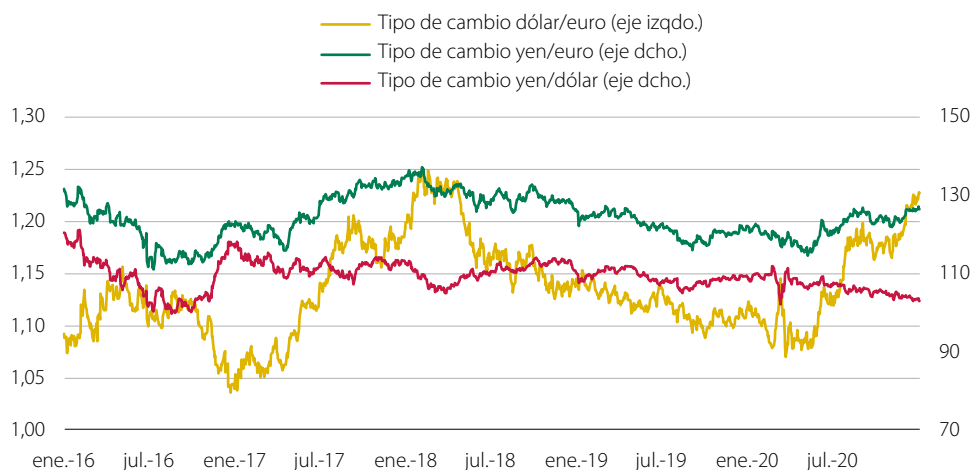
El tipo de cambio del euro respecto al dólar comenzó el ejercicio en 1,12 dólares por euro y se situó a finales de diciembre en torno a 1,23. Esta cifra, que no se alcanzaba desde marzo de 2018 como se puede apreciar en el gráfico 1.1.14, supone una revalorización anual de la divisa europea de más de un 9 % (un 14,6 % desde los mínimos de 1,07 alcanzados en marzo). La consideración como activo refugio de la divisa estadounidense fue perdiendo intensidad debido a factores de diferente naturaleza, entre los que se cuentan una cierta incertidumbre política en aquel país, así como la adopción de un paquete de estímulo económico considerable que daría lugar a un mayor endeudamiento. En paralelo, otros factores, como la aprobación del Fondo de Recuperación europeo, el acuerdo entre el Reino Unido y la Unión Europea para evitar un *brexit* duro o la mejora de las expectativas económicas tras conocerse la eficacia y disponibilidad de las vacunas, tendieron a impulsar la apreciación del euro. Este también se apreció respecto a la libra, al pasar de 0,85 libras por euro al cierre de 2019 a 0,90 a finales de 2020. Finalmente, la evolución del tipo de cambio del euro respecto al yen siguió un patrón similar al del dólar/euro, aunque la revalorización de la moneda europea no fue tan intensa: entre diciembre de 2019 y diciembre de 2020 el tipo de cambio pasó de 122 a 126 yenes por euro.

5 Excluyendo la negociación de Latibex.

6 Información hasta el 15 de abril.

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

GRÁFICO 1.1.14



Fuente: Refinitiv Datastream.

### 1.1.3 Perspectivas y riesgos

Las previsiones del FMI publicadas en abril de 2021 sitúan el crecimiento del PIB mundial en el 6 % este año y en el 4,4 % en 2022. Estos pronósticos, que revisan al alza en 5 décimas el crecimiento esperado para este año respecto a la previsión anterior de enero, tienen en cuenta el impacto de una vacunación rápida y eficaz de la población y esperan que la inmunización gradual reduzca significativamente las restricciones y los confinamientos parciales en determinados países y dé lugar a un repunte de la actividad económica. Así, se pronostican alzas tanto en las principales economías avanzadas como en las emergentes. En las primeras, el crecimiento del PIB se situaría en el 5,1 % este año y el 3,6 % el próximo (frente a la caída del 4,7 % en 2020). En la zona euro el avance sería del 4,4 % (6,4 % en España), mientras que en EE. UU. se espera un crecimiento mayor, del 6,4 % (el pronóstico para 2022 es del 3,8 % en la zona euro y del 3,5 % en EE. UU.). Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo sitúan el avance en el 6,7 % en 2021 y el 5,0 % el año que viene, destacando el crecimiento esperado para China y la India en 2021 (del 8,4 % y el 12,5 % respectivamente).

Los riesgos más relevantes en este contexto siguen siendo los derivados de la evolución del COVID-19. La carrera por la vacunación masiva que proporcione en el menor tiempo posible una inmunidad de grupo puede suponer el retorno a una cierta normalidad y el comienzo de una recuperación económica mundial, que sería diferente según la región. No obstante, nuevas olas de contagio, nuevas cepas y un ritmo de vacunación más lento del previsto pueden deteriorar una vez más las expectativas económicas, provocar nuevas turbulencias en los mercados e, incluso, propiciar la adopción de medidas adicionales por parte de los gobiernos y autoridades pertinentes.

Además de las dudas que puedan albergarse en torno al tiempo necesario para volver a un escenario de crecimiento precrisis, existen otros riesgos de diferente naturaleza que, debido a la importancia del anterior, han podido quedar en segundo plano pero que son relevantes. Algunos de ellos tienen que ver con factores de incertidumbre política, que, a pesar de haberse reducido sensiblemente respecto a la valoración de hace algunos meses, cabe tener presentes, al menos en algunas vertientes. En particular se trata de los asuntos relacionados con algunas posturas de la Administración estadounidense y con el *brexit*. En el primer caso, a pesar de observarse un regreso de este país al multilateralismo (se ha ordenado la vuelta al Acuerdo de París y se ha cancelado la



salida de EE. UU. de la Organización Mundial de la Salud), sigue habiendo dudas sobre cómo será la futura relación de esta economía con China, con quien sigue estando pendiente la firma de un acuerdo comercial y también queda por definir la relación comercial que tendrá EE. UU. con la Unión Europea. En cuanto al *brexit*, otro de los riesgos más relevantes de los últimos años, tras el acuerdo alcanzado a finales de diciembre entre la Unión Europea y el Reino Unido, se logró evitar el principal riesgo, un *brexit* duro, si bien queda por ver cómo impactará en ambas economías el funcionamiento real del nuevo Acuerdo de Comercio y Cooperación.

Finalmente, se identifican algunos riesgos que se han generado o intensificado a raíz de la crisis del coronavirus y que pueden afectar negativamente a las expectativas de crecimiento y perturbar el normal funcionamiento de los mercados. Entre ellos destacan los riesgos que se derivan de la prolongación de un contexto de tipos de interés reducidos (sobre todo en Europa), del aumento de la deuda pública en la mayoría de las economías y los potenciales problemas para su sostenibilidad a medio y largo plazo, del riesgo de crédito creciente que se deriva de las dificultades para mantener el negocio de muchas empresas durante la crisis (especialmente las más pequeñas) y, asociado a este último, la posibilidad de un aumento considerable del número de personas desempleadas de larga duración.

## 1.2 Entorno nacional

La evolución de la economía española durante el ejercicio 2020, al igual que la del resto de economías a nivel mundial, estuvo marcada por la pandemia del coronavirus. El PIB y el empleo se contrajeron de forma sustancial, a un ritmo superior al de la mayoría de países de nuestro entorno, mientras que la inflación, que comenzó el año alrededor del 1 %, se situó en terreno negativo desde abril. El déficit público, por su parte, experimentó un fuerte aumento como consecuencia de las medidas económicas adoptadas por el Gobierno central derivadas del COVID-19 y el descenso de los recursos impositivos, situándose en el 11 % del PIB al cierre del año (2,9 % en 2019). Los efectos de la pandemia también se hicieron notar en los mercados financieros, cuya trayectoria fue similar a la del resto de mercados internacionales. No obstante, en el caso de los mercados de renta variable, la evolución de las cotizaciones fue más desfavorable que en otras bolsas debido, en gran medida, al mayor peso relativo de los sectores más afectados por la crisis. Las rentabilidades de los activos de deuda y las primas de riesgo se incrementaron, como en otras economías europeas, durante los meses de marzo y abril y, tras las medidas adoptadas por el BCE, se produjo una reversión de esta tendencia en la mayoría de los activos.

En este contexto, el PIB disminuyó un 10,8 % en 2020 (un 6,8 % en la zona euro) y el número de empleos se redujo en casi 800.000, por lo que la tasa de paro (en promedio) se incrementó desde el 14,1 % de la población activa en 2019 al 15,5 % en 2020. La situación patrimonial de los hogares también experimentó un empeoramiento a lo largo del año, con una disminución de sus rentas y un aumento, después de varios años en descenso, de su nivel de deudas. Su tasa de ahorro se incrementó de forma notable, especialmente en el segundo trimestre, tanto por un motivo de precaución como por el ahorro forzoso derivado de las restricciones a la movilidad, aunque continuó por debajo de los valores observados en el resto de Europa.

Los mercados nacionales de deuda continuaron mostrando una evolución similar a los de otras economías europeas de nuestro entorno, caracterizada por el contexto ultrarreducido de tipos de interés, soportado y alentado por las diferentes medidas adoptadas

por el BCE. El repunte de las rentabilidades de los activos de deuda que se registró en marzo y abril —los momentos más turbulentos de la crisis— se revirtió casi en su totalidad en meses posteriores en la mayoría de los activos. Únicamente en los valores de deuda privada a corto plazo se observó un aumento de las rentabilidades en todos los trimestres (aunque manteniéndose en niveles muy reducidos) como consecuencia, en parte, de los mayores costes que están soportando las empresas más pequeñas por su tamaño y calificación crediticia. Los activos de deuda pública, por su parte, tanto a largo como a corto plazo, experimentaron rentabilidades que llegaron a situarse en mínimos históricos en el último mes del año. Así, por ejemplo, el bono a 10 años alcanzó en algunos momentos puntuales rentabilidades negativas, mientras que el rendimiento medio de las Letras del Tesoro se situaba en diciembre en el mercado secundario entre el -0,60 % y el -0,70 %. Por su parte, la prima de riesgo, que se elevó hasta los 156 p.b. en el mes de abril, fue descendiendo paulatinamente desde entonces y terminó 2020 en los 63 p.b., incluso por debajo del valor de cierre del año anterior (66 p.b.).

En los mercados de renta variable, el Ibex 35 presentó un comportamiento relativo peor que el de la mayoría de bolsas a nivel mundial, pues experimentó un nivel de pérdidas superior al del resto de índices internacionales debido al peso específico que tienen en el selectivo español aquellos sectores que se han visto más afectados por la crisis, como la banca, el ocio o el turismo. Así, el Ibex 35 sufrió una brusca caída del 28,9 % en el primer trimestre del año con el estallido de la crisis sanitaria en marzo, de la que apenas se recuperó un 6,6 % en el segundo, para volver a caer un 7,1 % en el tercero. En el cuarto trimestre, no obstante, presentó un importante avance, revalorizándose un 20,2 %, lo que permitió reducir las pérdidas anuales hasta el 15,5 %. La negociación de acciones españolas disminuyó en 2020 por tercer año consecutivo, al contrario de lo observado en la mayoría de centros internacionales, y continuó el desplazamiento de parte de esta desde los centros de negociación españoles hacia otros centros de negociación y mercados competidores, cuya cuota de mercado se situó en el 46,1 %<sup>7</sup> (42,6 % en 2019).

En los primeros meses de 2021 las cotizaciones bursátiles han mostrado una leve tendencia al alza, algo irregular e inferior a la registrada por otras referencias europeas. Así, el Ibex 35 presenta un avance del 6,2 %<sup>8</sup>, observándose una cierta polarización en el comportamiento de los diferentes sectores, algunos de ellos como el petróleo, la banca y el ocio, o el turismo y la hostelería, con revalorizaciones superiores al 10 % y otros como el de fabricación y montaje de bienes de equipo, la electricidad y el gas o el de electrónica y *software*, con retrocesos de hasta el 6,6 %.

### 1.2.1 Entorno económico

#### La economía española se contrajo un 10,8 % en 2020, el mayor descenso de los países europeos

En 2020 el descenso del PIB de la economía española se situó en el 10,8 % como consecuencia de la contracción de la actividad en el primer trimestre y,

---

7 Estos cálculos se basan en la negociación total sujeta a reglas de mercado (*lit y dark*). La diferencia entre la negociación *lit* y *dark* radica en las exigencias de transparencia, que son menores en el segundo caso. El importe de la negociación de acciones españolas en centros de negociación y mercados competidores se ha obtenido de Bloomberg, por lo que la cuota de mercado de BME en la negociación total se ha realizado mediante cálculos internos. Existen otros indicadores que señalan una fragmentación inferior de la negociación de acciones españolas. Véanse los informes de Liquidmetrix disponibles en BME Renta Variable (bmerc.es).

8 Datos hasta el 15 de abril.

especialmente, en el segundo, con tasas de crecimiento interanual del -4,3 % y el -21,6 %, respectivamente (-5,4 % y -17,8 % en tasas trimestrales). En el tercer trimestre la economía recuperó cerca de tres cuartas partes de lo perdido en el segundo, con un crecimiento trimestral del 17,1 %, mientras que en el último trimestre del año el crecimiento fue nulo, del 0,0 %. Esta elevada contracción de la actividad doméstica fue sustancialmente mayor que la de la zona euro, con un retroceso del 6,8 %, lo que elevó el diferencial desde 0,8 p.p. hasta 4 p.p.

La mayor parte del descenso del PIB fue consecuencia de la disminución de la demanda nacional, cuya aportación al crecimiento de la economía fue de -8,8 p.p., mientras que la contribución del sector exterior, que había finalizado en terreno positivo en 2019, fue de -2,0 p.p. En relación con los componentes de la demanda interna, destacaron tanto la disminución del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo, que fue de un 12,4 % y un 11,4 %, respectivamente<sup>9</sup>. Por el contrario, el consumo público, a causa del aumento de los gastos derivados de la emergencia sanitaria, se incrementó un 3,8 % durante 2020 (en 2019 el aumento fue del 2,3 %). En cuanto a la evolución del sector exterior, la ralentización del comercio internacional derivada de la pandemia provocó que tanto exportaciones como importaciones experimentaran un retroceso importante, aunque este fue mayor en el caso de las exportaciones y dio lugar a la mencionada contribución negativa de la demanda exterior al crecimiento del país. Así, las exportaciones se redujeron un 20,1 % de media durante el año, mientras que las importaciones lo hicieron un 15,8 %.

#### Indicadores de la economía española (tasas de crecimiento)

CUADRO 1.2.1

%	2016	2017	2018	2019	2020
PIB	3,0	2,9	2,4	2,0	-10,8
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	0,9	-12,4
Consumo público	1,0	1,0	2,6	2,3	3,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	2,4	6,8	6,1	2,7	-11,4
bienes de equipo	1,8	9,2	5,5	4,5	-13,1
Exportaciones	5,4	5,5	2,3	2,3	-20,1
Importaciones	2,7	6,8	4,2	0,7	-15,8
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,0	-0,2	-0,5	0,6	-2,0
Empleo <sup>1</sup>	2,8	2,9	2,6	2,3	-7,5
Tasa de paro (% población activa)	19,6	17,2	15,3	14,1	15,5
Índice de precios de consumo	1,4	1,2	1,2	0,9	-0,5
Saldo cuenta corriente (% PIB)	3,2	2,8	1,9	2,1	0,7
Saldo AA. PP. (% PIB <sup>2</sup> )	-4,3	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Refinitiv Datastream y Comisión Europea. Tasas de variación anuales salvo indicación expresa en contra. (1) En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Desde el punto de vista de la oferta, únicamente las ramas primarias (agricultura, ganadería, silvicultura y pesca) finalizaron 2020 con un aumento de su actividad, con un valor añadido que creció, de media anual, un 5,3 % (en 2019 había

<sup>9</sup> En ambos casos, la mayor caída, con diferencia, se produjo en el segundo trimestre del año, con descensos que superaron el 20 % en relación con el trimestre anterior, periodo en el que ya se había producido una contracción, aunque de menor magnitud.

retrocedido un 2,2 %). El resto de sectores finalizó el año con cifras muy negativas, entre las que destaca el sector de la construcción, que experimentó un retroceso anual del 14,5 %. En el sector servicios se registró una contracción del 11,1 %, siendo el subsector del comercio, transporte y hostelería el que más sufrió a lo largo del ejercicio —como cabría esperar—, con una disminución de su actividad del 24,4 % (en el segundo trimestre llegó a reducirse un 44,7 % en relación con el mismo trimestre del año anterior). Por su parte, en el sector industrial el descenso fue del 9,6 %, siendo las industrias manufactureras las que más se contrajeron (-10,8 % de media anual y -27,8 % en el segundo trimestre).

La tasa de inflación, que comenzó el año alrededor del 1 %, se redujo de forma drástica entre los meses de marzo y mayo hasta situarse en el -0,9 %, momento a partir del cual se recuperó levemente pero sin abandonar el terreno negativo a lo largo de los meses posteriores. El descenso mencionado se produjo a consecuencia del desplome de los precios de la energía, que empezó a mostrar tasas negativas en febrero y alcanzó un mínimo en mayo (-17,7 % en términos interanuales). En el conjunto del año la tasa media del IPC se situó en el -0,3 % (-0,5 % en diciembre), mientras que la tasa subyacente —IPSEBENE, que excluye los elementos más volátiles del índice, como la energía y los alimentos no elaborados— registró una media del 0,7 %. Esta tasa se mantuvo en niveles muy estables, alrededor del 1,0 %, hasta mitad de año y comenzó a descender a partir de entonces hasta situarse en el 0,1 % en diciembre. Por su parte, la inflación en la zona euro fue superior a la de España durante todo el periodo. Por tanto, el diferencial entre España y la zona euro finalizó 2020 en -0,3 p.p., el valor mínimo alcanzado a lo largo de todo el año, y llegó a situarse en -1,0 p.p. en los momentos de inflación más baja en abril y mayo. De media anual, esta diferencia fue de -0,6 p.p., frente a un valor de -0,4 p.p. en 2019.

En el mercado laboral la ralentización de la actividad económica a partir del mes de marzo provocó una disminución notable del empleo, que, en términos medios, fue del 7,5 %. La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) refleja una destrucción de 622.600 empleos a lo largo de 2020, que hizo aumentar la tasa de paro hasta el 16,1 % a finales del año (15,5 % de media anual), frente al 13,8 % de finales de 2019. Cabe mencionar que los trabajadores afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) se consideran ocupados<sup>10</sup>, por lo que no están incluidos en las cifras presentadas. Así, a finales de diciembre del ejercicio pasado había un total de 755.613 personas acogidas a esta figura<sup>11</sup>, aunque se llegó a alcanzar, a finales de abril, una cifra de 3,39 millones de trabajadores. Por su parte, la tasa de variación interanual media de los costes laborales unitarios en los 9 primeros meses de 2020 se situó en el 5,6 % (2,4 % en 2019), como consecuencia, principalmente, de la complicada situación laboral en el año, ya que al 1,7 % de aumento de la remuneración por asalariado se le añadió una caída de la productividad aparente del trabajo del 3,8 % (-0,3 % en 2019).

La situación de las finanzas del sector público empeoró en 2020 como consecuencia tanto del elevado nivel de gastos como del descenso de los recursos, sobre todo impositivos, derivados ambos de la situación económica provocada por la crisis sanitaria. De esta forma, el déficit público cerró el año en una tasa del 11 %<sup>12</sup> del PIB, muy

10 Según la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

11 Esta cifra se corresponde con los ERTE notificados o solicitados a 31 de diciembre de 2020. Dado que los ERTE se pueden solicitar con carácter retroactivo, existe una discrepancia entre las cifras en la fecha de notificación, que es la que se describe en el texto principal, y la fecha en que se produce el efecto (alta). Bajo este segundo criterio el número de trabajadores en ERTE era de 702.808 a finales de diciembre.

12 El déficit se reduce hasta el 10,1 % si se excluye el importe de la ayuda financiera y que se origina por la reclasificación de la SAREB indicada por Eurostat.

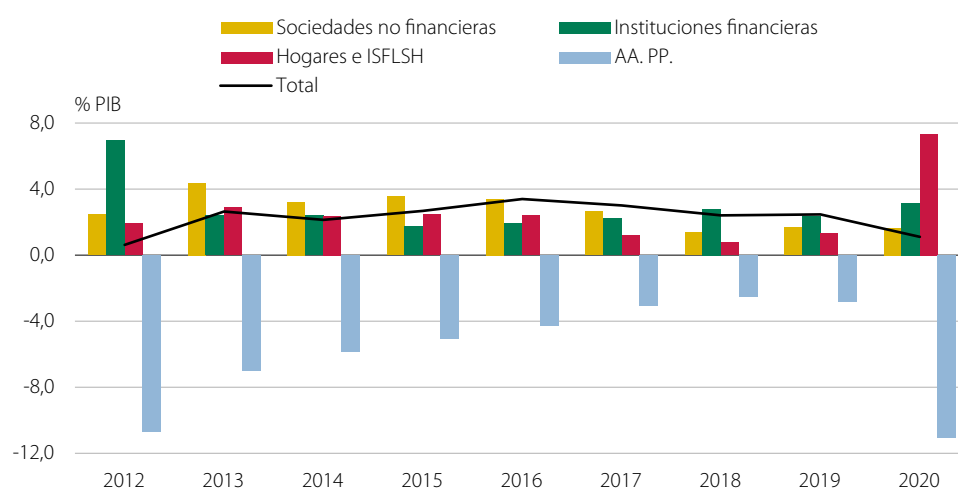
por encima del 2,9 % con el que cerró 2019. La mayor parte de este aumento se concentró en la Administración central, cuyo déficit se situó en el 7,5 % del PIB (1,3 % a finales de 2019) a raíz de una reducción de más de 24.000 millones de los recursos (tan solo la recaudación fiscal se contrajo un 7,8 %) y de un incremento de 53.000 millones de los gastos<sup>13</sup> (alrededor del 85 % de este aumento correspondió a gastos relacionados con la pandemia). También los fondos de la Seguridad Social sufrieron el impacto de los efectos económicos y sociales de la crisis sanitaria, ya que el aumento de las prestaciones sociales provocó un aumento de su déficit hasta suponer el 2,7 % del PIB (1,3 % al cierre del año anterior). Por el contrario, las comunidades autónomas mejoraron la cifra respecto a 2019 con un déficit del 0,2 % (0,6 % un año antes), mientras que las corporaciones locales experimentaron un ligero superávit del 0,3 %. El nivel de deuda pública, como consecuencia del aumento del déficit, se situó en el 120 % del PIB a finales de 2020 frente al 95,5 % de 2019.

### La capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo descendió con fuerza en 2020, aunque permaneció en terreno positivo

La economía española siguió presentando capacidad de financiación en 2020, aunque esta descendió de forma importante hasta situarse en el 1,1 % del PIB (2,5 % en 2019), el menor nivel desde 2013. Esta disminución de la capacidad de financiación agregada tuvo su origen en el aumento de la necesidad de financiación de las Administraciones públicas (AA. PP.), que se situó en el 11,1 % del PIB (2,8 % en 2019), debido al mencionado incremento de sus gastos y al descenso de los ingresos a causa de la crisis del COVID-19. Este incremento en la necesidad de recursos se compensó parcialmente por el fuerte aumento de la capacidad de financiación de los hogares, que pasó de representar un 1,3 % del PIB en 2019 a un 7,3 % en 2020. Por su parte, las sociedades no financieras, a pesar de haber sufrido de forma notable los efectos de la crisis, continuaron siendo financiadoras netas de recursos, con una capacidad de financiación del 1,6 % del PIB. Las entidades financieras también continuaron mostrando una capacidad de financiación positiva, incluso superior a la del año anterior, concretamente del 3,2 % del PIB (2,4 % en 2019).

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

GRÁFICO 1.2.1



Fuente: Banco de España.

13 Estas cifras no incluyen el importe de la ayuda financiera.

## Los hogares aumentaron su tasa de ahorro, especialmente en el segundo trimestre, aunque esta siguió por debajo de la de la zona euro

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares muestran un incremento tanto en la tasa de ahorro como en la ratio de endeudamiento durante 2020, mientras que la renta de los hogares experimentó un leve descenso. El aumento de la tasa de ahorro, que pasó del 6,3 % de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2019 hasta el 14,8 % en 2020, tiene su origen tanto en un motivo de precaución de los hogares en un contexto de crisis y un elevado nivel de incertidumbre frente a la magnitud y consecuencias de las distintas olas de la pandemia y del proceso de vacunación, como en la imposibilidad de materializar algunas decisiones de consumo por las restricciones a la movilidad y a la actividad. A pesar de haberse doblado, la tasa de los hogares españoles sigue siendo inferior a la media de la zona euro, que también aumentó, pero en menor medida, hasta situarse en el 19,6 % de la RBD. En relación con la ratio de endeudamiento, se produjo un aumento a lo largo del año de casi 6 p.p., después de más de 10 años de descensos ininterrumpidos, hasta alcanzar el 67,5 % del PIB. No obstante, cabe mencionar que en términos absolutos el nivel de deuda experimentó una ligera reducción del 1,3 % y se situó prácticamente en los 757.000 millones de euros a finales del ejercicio. La riqueza neta de los hogares, que se había incrementado más de un 4 % en 2019, se mantuvo prácticamente constante en términos monetarios en 2020, pues el descenso del saldo de los activos financieros se vio compensado por el aumento del de los activos inmobiliarios. No obstante, en términos relativos (en relación con el PIB), se produjo un incremento durante 2020 desde el 570 % hasta el 638 %.

Las inversiones financieras netas de los hogares se incrementaron durante el año gracias, en gran parte, a la acumulación de ahorro anteriormente mencionado. De esta forma, se situaron en el 6,9 % del PIB en 2020 (3,0 % en 2019), alcanzando así la mayor cifra desde 2006. Por clase de activo, continuó la inversión en medios de pago (9,2 % del PIB), con importes más elevados que en años previos, y la desinversión en depósitos a plazo y valores de renta fija (2,5 % del PIB). Los hogares también invirtieron en participaciones en fondos de inversión siguiendo la tendencia iniciada en 2012, a pesar del comportamiento negativo de los mercados durante la primera mitad del año. En total, invirtieron en estos productos un volumen de recursos equivalente al 0,9 % del PIB (0,4 % en 2019).

En cuanto a la composición de los flujos en fondos de inversión, cabe señalar que durante los meses más críticos de la pandemia (marzo y abril) se registraron reembolsos netos muy elevados, que se concentraron sobre todo en las categorías de renta fija, en los fondos globales y en los de retorno absoluto. En particular, los reembolsos netos en fondos de renta fija fueron cercanos a los 3.200 millones de euros en el primer trimestre, de los que 2.700 millones se produjeron en marzo<sup>14</sup>. En trimestres posteriores se registraron entradas netas de recursos, que se fueron consolidando a medida que avanzaba el año, pero tuvieron un importe insuficiente para compensar las salidas iniciales. Por categorías cabe destacar la fuerte recuperación de las suscripciones netas en los fondos de renta fija, que compensaron las importantes salidas comentadas con anterioridad. Además se observó que una parte de los inversores mostró una preferencia elevada por categorías de riesgo más altas, aunque con una evolución temporal algo irregular en el año. Así, por ejemplo, en el

---

14 En marzo, el volumen de reembolsos netos de los fondos de inversión fue cercano a los 5.500 millones de euros.

primer trimestre los fondos de renta fija mixta y los de renta variable internacional experimentaron fuertes entradas de recursos y en el tramo final del ejercicio fueron más destacables las suscripciones en fondos de renta variable pura y mixta.

## 1.2.2 Entorno financiero

### El indicador de estrés de los mercados financieros repuntó con fuerza en marzo de 2020 a causa de la crisis generada por el coronavirus y se fue reduciendo progresivamente a partir de mediados de año

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles<sup>15</sup>, que había iniciado el año en un nivel de estrés bajo con valores que oscilaban alrededor de 0,20, experimentó un aumento muy importante desde marzo debido a la crisis generada por el COVID-19 y su impacto en los diferentes segmentos del sistema financiero. Así, el indicador general del sistema mostró el mayor repunte de su historia en 10 semanas consecutivas, ya que entre el 28 de febrero y el 8 de mayo aumentó desde 0,19 hasta 0,64 (0,45 puntos más), una tendencia que contrasta con el incremento más progresivo observado en otros periodos de crisis. De esta forma, se alcanzó el tercer valor histórico más elevado, tan solo inferior a los niveles observados a finales de 2008 (0,88) y a mediados de 2012 (0,70).

El hecho de que el indicador, aunque elevado, no alcanzara los niveles registrados en crisis anteriores tuvo su origen en las medidas adoptadas por el BCE, que permitieron que las primas de riesgo y las condiciones de liquidez de los mercados de deuda no experimentaran un deterioro sustancial. De esta forma, los indicadores individuales que más se tensionaron en el contexto de la crisis fueron los relacionados con las caídas en los precios de los activos y con los rebotes de la volatilidad, lo que provocó que alcanzaran niveles superiores a 0,85 o incluso 0,95 en el caso de la renta variable no financiera (véase gráfico 1.2.2). El grado de correlación del sistema, aunque de forma lenta, también fue aumentando durante los meses más críticos y se mantuvo elevado algunas semanas más, lo que contribuyó a mantener el estrés del sistema en niveles altos durante algún tiempo.

Desde los máximos alcanzados en el mes de mayo, los indicadores individuales mostraron una tendencia descendente, con ciertos altibajos, que permitió una disminución progresiva del indicador general hasta niveles de estrés medio (valores entre 0,27 y 0,49) a partir del mes de agosto. Así, a finales de año, este se situaba en 0,36 y el segmento que mostraba más resistencia a la baja era el de intermediarios financieros (bancos), debido al fuerte descenso que habían experimentado sus cotizaciones

---

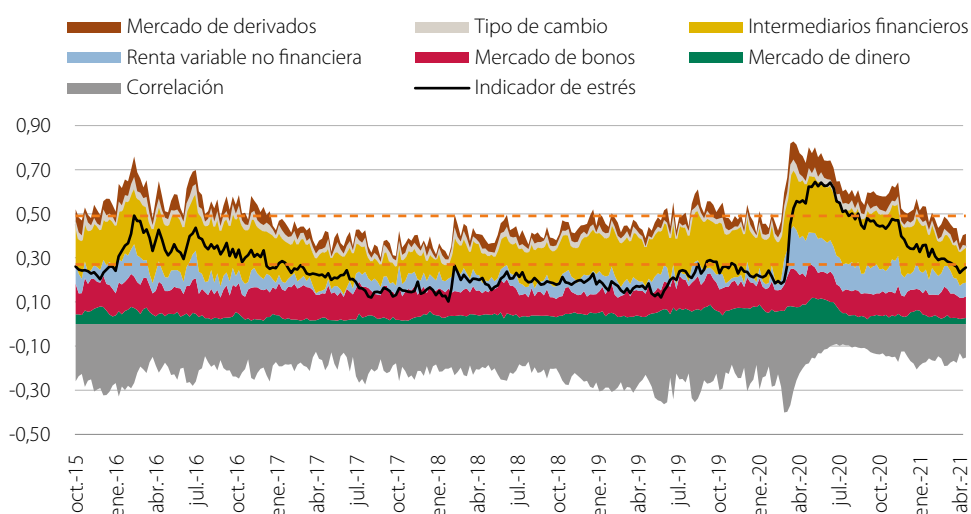
15 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en 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](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)).

y al aumento de los indicadores de volatilidad, con valores superiores a 0,70 (en marzo y abril llegó a situarse por encima de 0,86).

Durante los primeros meses de 2021, y a pesar de desarrollarse la tercera ola del coronavirus, el indicador de estrés ha continuado mostrando una tendencia a la baja, situándose a mediados de abril en un valor de 0,25, por debajo del umbral que separa el riesgo medio del riesgo bajo (0,27). Tan solo se ha observado algún repunte poco significativo originado en el mercado de renta variable en aquellos momentos en los que, por un aumento puntual de algunas incertidumbres relacionadas con el funcionamiento del proceso de vacunación de la población, se han producido descensos de las cotizaciones y leves aumentos de la volatilidad.

### Indicador de estrés de los mercados financieros españoles<sup>1</sup>

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](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)).

### Las rentabilidades de la deuda repuntaron en los momentos iniciales de la crisis pero después descendieron con intensidad gracias a las medidas del BCE

Los mercados nacionales de deuda mostraron una evolución similar a la de otras economías europeas de nuestro entorno en 2020, caracterizada por el repunte de las rentabilidades y de las primas de riesgo en marzo y abril —en los momentos más turbulentos de la crisis— y descensos con posterioridad, soportados y alentados por las diferentes medidas adoptadas por el BCE, que dieron paso a un nuevo entorno de tipos de interés ultrarreducidos. En el caso de la deuda pública, los descensos experimentados tras dichos repuntes fueron de una intensidad tal que el balance del año fue bajista, alcanzándose mínimos históricos en muchos casos. Así, el rendimiento medio de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en diciembre en el mercado secundario en el -0,70 %, el -0,59 % y el -0,63 %<sup>16</sup> respectivamente, lo que supone un descenso de entre 12 y 15 p.b. dependiendo del plazo respecto a 2019. El rendimiento de los activos de deuda pública incluso cayó más (entre 24 y 40 p.b.),

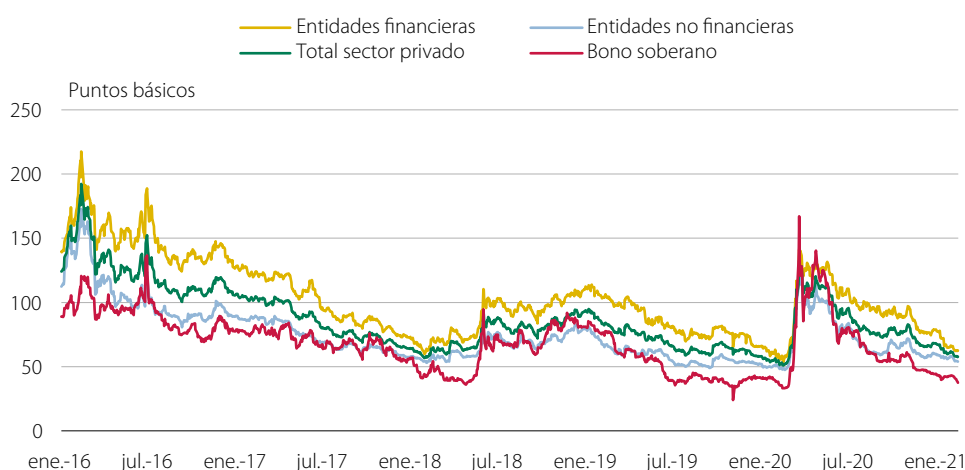


destacando la estabilización de la rentabilidad de la deuda a 10 años en valores cercanos a cero (y puntualmente por debajo) en el tramo final del ejercicio. En el caso de la deuda privada, se observó un comportamiento divergente entre las rentabilidades de los activos a corto plazo respecto de los de largo plazo. En estos últimos la tendencia observada fue, en términos generales, similar a la de los activos de deuda pública, con descensos en su rendimiento, algo inferiores a los 40 p.b., debido a los efectos de las compras de deuda corporativa del BCE y a la disminución de algunas incertidumbres en las últimas semanas del año. Por el contrario, la evolución del rendimiento de una muestra de pagarés en el momento de su emisión fue alcista, un hecho que se explica, en parte, por los mayores costes que están soportando las empresas más pequeñas para emitir deuda debido a su tamaño y su calidad crediticia.

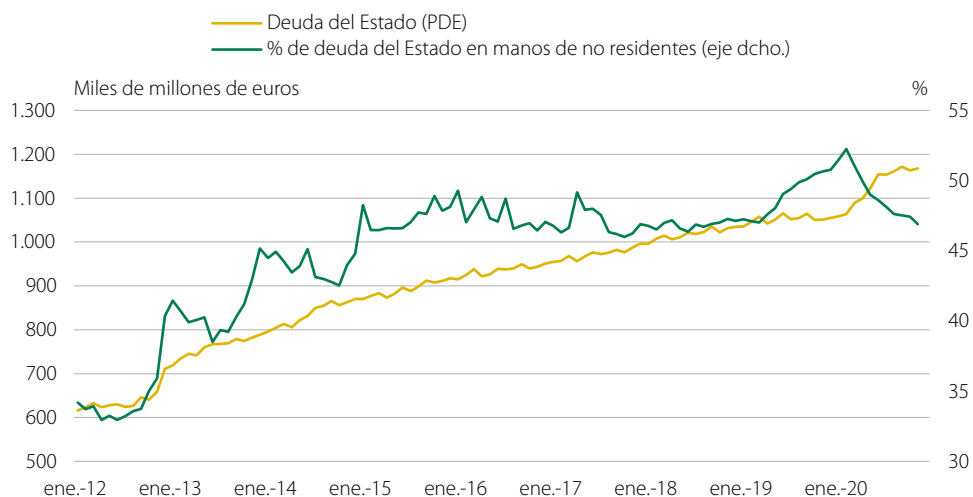
Las primas de riesgo de crédito de los emisores españoles mostraron una evolución similar a la de los rendimientos, con ascensos en marzo y abril y descensos con posterioridad. La prima de riesgo soberano —medida como la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán a 10 años— finalizó el año en 63 p.b., una cifra inferior tanto al máximo alcanzado en abril (156 p.b.) como a la cifra de cierre de 2019 (66 p.b.). Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía también descendieron tras los repuntes iniciales, apoyadas en las medidas del BCE —que inciden especialmente en las entidades financieras—, pero no igualaron los niveles de cierre de 2019. Así, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a finales de diciembre en 76 p.b. (65 p.b. al final de 2019), lejos de los 142 p.b. de mediados de marzo, y la de las compañías no financieras se situaba en las mismas fechas en 59 p.b. (52 p.b. a finales de 2019 y 126 p.b. en marzo). A corto plazo, el comportamiento de las primas de riesgo de las compañías sigue condicionado por la evolución de la pandemia y su repercusión en el ritmo de la recuperación económica.

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

GRÁFICO 1.2.3



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



Fuente: Banco de España.

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se incrementaron de forma notable en 2020 debido, sobre todo, a las emisiones que efectuaron las entidades financieras de aquellos valores que les permiten obtener liquidez con facilidad —principalmente titulizaciones— para hacer frente a la situación ocasionada por el COVID-19, y que se vieron favorecidas por las buenas condiciones de financiación en los mercados. Estas emisiones se situaron en 132.111 millones de euros, un 47 % más que en 2019, destacando los incrementos producidos en los bonos de titulización, que prácticamente doblaron su importe emitido hasta los 36.281 millones, y en tipos específicos de instrumentos como, por ejemplo, las cédulas territoriales, cuyo importe se multiplicó por 6, hasta alcanzar los 9.150 millones (1.300 millones en 2019). Por el contrario, las emisiones de deuda efectuadas en el exterior, aunque cuantiosas, disminuyeron un 10,1 % hasta los 90.201 millones de euros, por debajo de las registradas en la CNMV.

Cabe señalar que las emisiones de deuda efectuadas en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) se situaron en 9.584 millones de euros, lo que supone un descenso del 7 % respecto a las cifras de 2019 (10.348 millones). La mayor parte de este importe correspondió a emisiones de pagarés (90 %) realizadas por 62 entidades (2 más que en 2019), entre las que se encuentran compañías como El Corte Inglés, MásMóvil, Grupo Barceló o Sacyr. Es destacable el mayor dinamismo de las emisiones de otros activos de deuda (bonos y obligaciones no convertibles, cédulas hipotecarias y bonos de titulización) en el cuarto trimestre del año respecto a la tendencia observada en meses anteriores.

### La crisis del COVID-19 ha complicado el desarrollo del negocio bancario, al hacer probable el aumento de la morosidad

La cuenta de resultados, con base en datos individuales, de las entidades de depósito españolas mostró unas pérdidas acumuladas de 3.094 millones de euros a lo largo de 2020, frente a los beneficios de 13.530 millones en 2019. Además del deterioro del margen bruto, que se explica por el descenso del margen de intereses y de los rendimientos de instrumentos financieros, se produjo un sustancial aumento de las pérdidas por el deterioro de activos financieros (de 3.987 millones en 2019 a 11.280 millones en 2020) y por las pérdidas de valor del resto de los activos (de 2.233 millones en 2019 a 6.955 millones en 2020).

La financiación total de las entidades de crédito<sup>17</sup> al sector no financiero residente (empresas y hogares) experimentó un avance del 3,1 % en 2020, que se explica exclusivamente por el incremento de la financiación a las sociedades no financieras, que fue del 6,1 % (2 % en 2019). Por el contrario, la financiación a los hogares descendió un 0,6 % (frente al leve avance del 0,2 % en 2019). El fuerte incremento de la financiación a las sociedades no financieras se explica en el contexto de la crisis, en el que los préstamos pasaron de mostrar tasas de variación anual negativas en los 2 primeros meses del año a tasas próximas al 8 % desde mayo, con poca variación desde entonces. En esta evolución tuvo un papel importante la línea de avales públicos gestionada por el Instituto de Crédito Oficial (ICO<sup>18</sup>) (véase recuadro 2). La financiación de las sociedades a través de valores de deuda también fue significativa (7,6 % en diciembre), aunque creció a menor ritmo que a principios de año y en ejercicios previos (entre el 14 % y el 16 %). Por su parte, el leve descenso de la financiación a los hogares se debió al mantenimiento de la contracción del saldo vivo de préstamos para la adquisición de vivienda (-1,1 % en diciembre, aunque llegó a caer un 1,9 % en junio) y a la notable desaceleración de los préstamos destinados a otros fines, sobre todo consumo, que pasó de crecer a tasas superiores al 4 % a principios de año a tasas del 0,6 % en diciembre.

El tamaño del sector bancario (entidades de crédito y EFC), en términos de volumen agregado de activos, aumentó por segundo año consecutivo, situándose en 2,82 billones de euros a finales de 2020 (2,61 billones en 2019). Desde el punto de vista de la financiación de estas entidades destacó el aumento de los depósitos de los residentes en España, que pasaron de 1,58 billones de euros en 2019 a 1,82 en 2020<sup>19</sup>, puesto que los depósitos del resto del mundo experimentaron un retroceso. También cabe señalar el aumento de la financiación procedente del Eurosistema, que pasó de 129.665 millones de euros en 2019 a 259.119 millones en 2020.

### Influencia de la línea de avales del Estado en la financiación a las pymes

RECUADRO 2

La crisis sanitaria causada por el COVID-19 ha afectado profundamente a la actividad económica. El establecimiento de limitaciones a la movilidad, así como las restricciones a las actividades de ocio y restauración impuestas para frenar la tasa de contagios, han tenido un gran impacto en la actividad productiva de nuestro país y han provocado una reducción muy significativa de los ingresos percibidos por muchas empresas y autónomos, en especial de aquellas pertenecientes a los sectores más afectados por dichas medidas. La disminución de los ingresos unida a la necesidad de seguir haciendo frente a los costes fijos provocó un incremento de las necesidades de liquidez y, en consecuencia, de la demanda de financiación por parte de aquellos.

17 Y establecimientos financieros de crédito (EFC).

18 Las líneas de avales públicos gestionados por el ICO supusieron, entre marzo y mediados de noviembre, la concesión de un volumen de 108.000 millones de euros en nuevas operaciones crediticias a unos plazos medios cercanos a 5 años y, en la mayoría de los casos, con un periodo de carencia de 1 año. Además, el Real Decreto 34/2020, aprobado el 17 de noviembre, permite extender el vencimiento de estos préstamos en 3 años y la carencia en 12 meses.

19 Esta cifra incluye los depósitos del sistema crediticio, de las AA. PP. y de otros sectores residentes (sociedades no financieras y hogares).

El Gobierno de España aprobó en los primeros días de la crisis una línea de avales dirigida a empresas y autónomos con la finalidad de estimular la oferta de financiación a las empresas y evitar un estrangulamiento en el crédito al sector productivo. La primera línea de avales fue aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, por un importe máximo de 100.000 millones de euros, de los cuales 67.500 millones iban destinados a pymes y autónomos. Estos avales, cuya gestión recae en el Instituto de Crédito Oficial (ICO), cubren hasta el 80 % de las posibles pérdidas en la financiación bancaria concedida a estos, y entre el 60 % y el 70 % de la financiación concedida a las empresas de mayor tamaño.

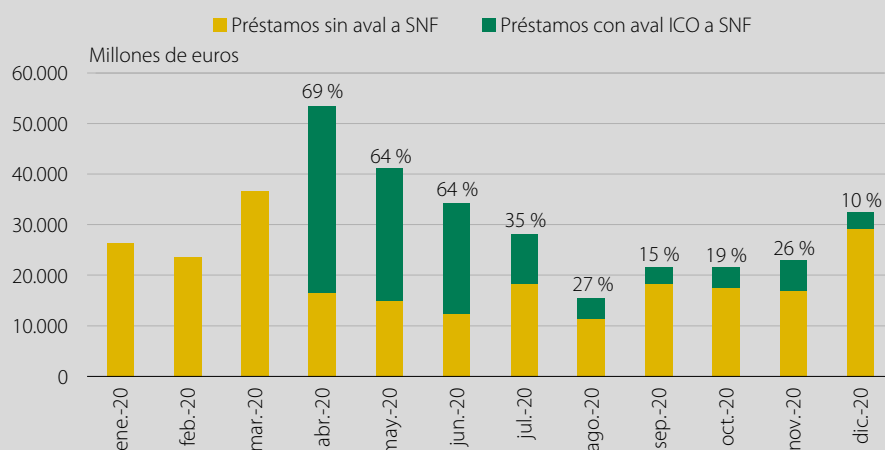
El Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio, extendió su importe mediante la aprobación de una nueva línea de avales de 40.000 millones de euros adicionales orientada principalmente a financiar inversiones productivas, a diferencia de la línea inicial, más encaminada a hacer frente a necesidades de liquidez. De esta segunda línea, 5.000 millones de euros iban destinados a pymes y autónomos. Finalmente, el Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, extendió hasta junio de 2021 el horizonte temporal en el que podrían ser solicitados los avales, además de ampliar el vencimiento máximo de los préstamos de 5 a 8 años.

El gráfico R2.1 ilustra la evolución del volumen de nuevas operaciones de préstamo a sociedades no financieras (SNF) —que incluyen pymes<sup>1</sup> y empresas de gran tamaño— a lo largo del año 2020, distinguiendo las operaciones con avales públicos. Se observa que las nuevas operaciones de préstamos a sociedades no financieras aumentaron de forma notable durante los tres primeros meses de la crisis, desde finales de marzo hasta junio. Según la encuesta del Banco de España sobre préstamos bancarios, en dicho periodo se produjo un aumento importante de la demanda de crédito por parte de las empresas como consecuencia tanto del incremento de sus necesidades de liquidez, dada la abrupta caída en su facturación, como del deseo de contar con un colchón de liquidez en un entorno de alta incertidumbre. Las líneas de avales públicos contribuyeron al aumento de la oferta de crédito para atender esta demanda creciente. Según se desprende de esta encuesta, las entidades financieras relajaron los criterios de concesión y las condiciones aplicadas a los préstamos concedidos a las empresas y a los autónomos dentro del programa de avales del Estado, especialmente en el caso de los destinados a pymes y a empresarios individuales (autónomos) durante el segundo trimestre del año. En cambio, en las operaciones sin avales se habría producido un endurecimiento de los criterios de concesión. Todo ello explicaría que el peso de los préstamos con aval superase el 60 % del crédito nuevo concedido a las sociedades no financieras durante el segundo trimestre de 2020.

En el segundo semestre del año se observa una moderación en el volumen total de nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras, debido tanto a una ligera contracción de la demanda de crédito como a un cierto endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos por parte de las entidades financieras<sup>2</sup>. Las solicitudes de préstamos con aval descendieron durante la segunda mitad del año, a medida que se iba alcanzando el importe máximo de la línea de avales públicos.

### Volumen total de nuevas operaciones de préstamos<sup>1</sup> a sociedades no financieras (con el desglose de las operaciones con aval público)

GRÁFICO R2.1

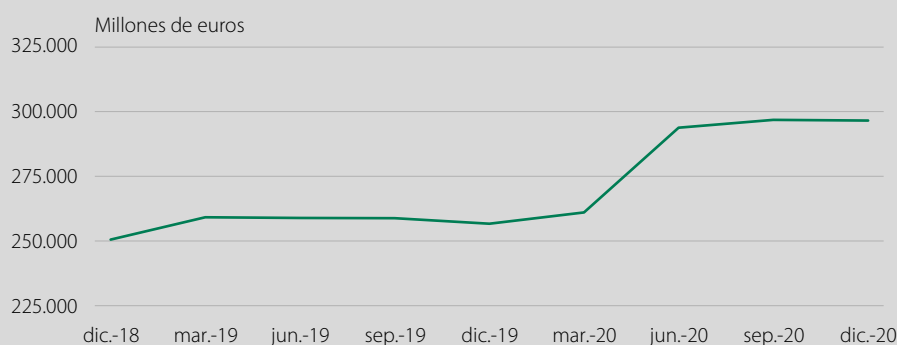


Fuente: Banco de España e ICO. (1) Los préstamos con avales ICO incluyen tanto los préstamos dispuestos (alrededor del 80 % del total) como el importe de las líneas de crédito (dispuesto y disponible). Los préstamos sin aval se refieren exclusivamente a los volúmenes dispuestos de las nuevas operaciones.

Durante los primeros meses de la crisis, de forma paralela al aumento del crédito nuevo, se produjo un incremento de alrededor de 50.000 millones de euros en la tenencia de depósitos por parte de las sociedades no financieras. El saldo vivo de depósitos a la vista y a plazo de estas sociedades, que se había mantenido sin apenas variaciones desde marzo de 2019 hasta marzo de 2020, experimentó un incremento notable, próximo al 20 %, durante los primeros meses de la crisis y escaló desde poco más de 250.000 millones a finales de febrero de 2020 hasta una cifra cercana a los 300.000 millones de euros a finales de junio de 2020, nivel en el que permaneció hasta final de año (véase gráfico R2.2). El motivo de precaución apuntado anteriormente justificaría la decisión de las empresas de aumentar la liquidez mantenida en depósitos, un 90 % de la cual se encontraba en depósitos disponibles a la vista. Es posible que la expectativa de un posible endurecimiento de las condiciones de financiación futuras hubiese llevado a las empresas a solicitar financiación de forma anticipada acogiendo a las ventajosas condiciones ofrecidas por las líneas ICO para hacer frente a posibles necesidades de liquidez más adelante, dado el entorno de incertidumbre sobre la evolución y duración de la crisis.

### Sociedades no financieras: saldo de depósitos en entidades financieras

GRÁFICO R2.2



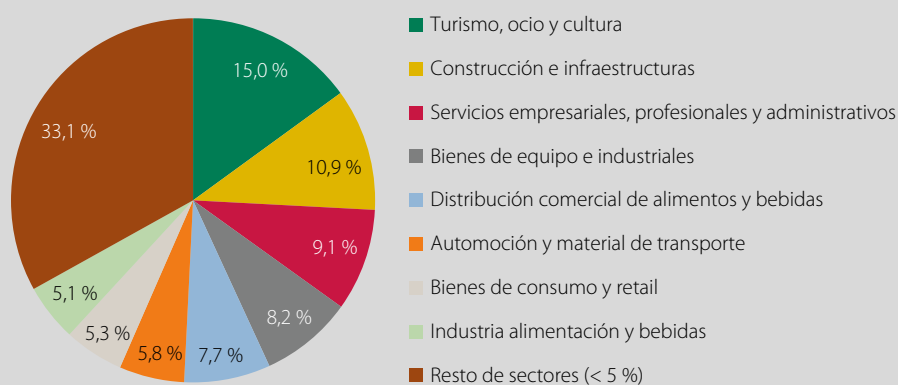
Fuente: Banco de España.

Las condiciones de los préstamos con aval público fueron más ventajosas que las del resto de préstamos concedidos a empresas en el mismo periodo, tanto en lo que respecta plazo, pues la mayoría se concentró en los plazos de 4 o 5 años<sup>3</sup> frente a los plazos predominantes de 1 y 2 años en el resto de préstamos sin aval, como a tipo de interés, el 2,1 % y el 2,3 % en la financiación con aval concedida hasta junio a pymes y empresas grandes respectivamente, cifras significativamente inferiores a las observadas en operaciones crediticias efectuadas durante el mismo periodo al margen de la línea ICO<sup>4</sup>.

A 31 de diciembre de 2020 un total de 626.807 empresas habían obtenido préstamos con aval público por un importe total de 114.648 millones de euros. Los avales asociados a esta financiación ascendían a 87.086 millones de euros. El 70 % de la financiación avalada se dirigió a pymes y autónomos, y el resto a empresas de mayor tamaño. Por sectores de actividad, el de turismo, ocio y cultura, cuya actividad se vio muy afectada por las restricciones a la movilidad, concentró el mayor porcentaje de la financiación avalada, un 15 % del total. Los sectores de la construcción y de las infraestructuras, con un 11 %, y el de servicios empresariales, profesionales y administrativos, con un 9 %, lo siguen en importancia (véase gráfico R2.3). Estos sectores fueron los que experimentaron una caída más intensa en la tasa de afiliación a la seguridad social en los primeros momentos de la crisis<sup>5</sup>. Las compañías vinculadas con el transporte también hicieron un uso intenso de las líneas de avales, si bien estas compañías se encuentran distribuidas entre todos los sectores productivos.

En resumen, las líneas de avales públicos han jugado un papel muy relevante en la financiación del sector productivo español durante la crisis del COVID-19, favoreciendo la continuidad del flujo de crédito, en especial a pymes y a aquellos sectores más afectados por la crisis. Las ventajosas condiciones de los préstamos asociados a la línea de avales habrían propiciado una demanda de crédito no solo para hacer frente a necesidades inmediatas de liquidez, sino también para eventuales dificultades en el futuro. La incertidumbre en torno a la intensidad y duración de la crisis ha acentuado la acumulación de efectivo por un motivo de precaución y, probablemente, ha retrasado ciertas decisiones de inversión.

**Distribución de la financiación avalada por sectores productivos** GRÁFICO R2.3



Fuente: ICO.

1 La serie «préstamos con aval ICO a SNF» incorpora los préstamos concedidos a los autónomos (micropymes), mientras que la serie «préstamos sin aval a SNF» no incorpora la totalidad del

préstamo concedido a autónomos, puesto que parte de este puede ser clasificado como préstamo a hogares.

- 2 Según los datos de la encuesta sobre préstamos bancarios en España, publicada trimestralmente por el Banco de España.
- 3 El Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, permitió ampliar el plazo de los préstamos inicialmente concedidos con aval, desde el plazo máximo inicial de 5 años al nuevo plazo máximo de 8 años.
- 4 Referido al periodo de marzo a junio de 2020, según se desprende del siguiente artículo: Alves, P., Blanco, R., Mayordomo, S., Arrizabalaga, F., Delgado, J., Jiménez, G., Pérez, E., Pérez, C. y Trucharte, C. (2020). «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero». Banco de España, *Boletín Económico*, n.º 4/2020, Artículos analíticos.
- 5 Gráfico R2.2. Impacto del confinamiento sobre el empleo. Banco de España (2020). «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el COVID-19». *Boletín Económico*, n.º 2/2020, Artículos analíticos.

### Las sociedades cotizadas no financieras experimentaron pérdidas cuantiosas en 2020 a consecuencia de la crisis

El fuerte deterioro de la actividad económica a raíz de la crisis, sobre todo en el primer semestre de 2020, pasó factura a las cuentas de pérdidas y ganancias de las compañías cotizadas no financieras, que mostraron un empeoramiento muy importante entre 2019 y 2020. De hecho, en términos agregados, estas compañías experimentaron unas pérdidas agregadas cercanas a los 600 millones de euros en el conjunto del año, frente a los beneficios de 19.114 millones en 2019, lo que supone una de las caídas más significativas del resultado neto del ejercicio de estas entidades en los últimos años. Como se observa en el cuadro 1.2.2 todos los sectores experimentaron un empeoramiento de sus resultados: en tres de ellos sus beneficios disminuyeron sustancialmente respecto a la cifra de 2019 y en uno (comercio y servicios) se pasó de beneficios en 2019 a pérdidas considerables en 2020 (cercanas a los 7.000 millones de euros).

Un análisis algo más detallado por sectores y dentro de ellos revela tendencias a destacar. En primer lugar, el comportamiento relativo más favorable (dentro del deterioro) se observó en el sector de la energía, con unos beneficios agregados en 2020 de 3.178 millones de euros, solo un 3,3 % por debajo de la cifra de 2019. Este descenso se explica parcialmente por la evolución de una compañía (Repsol), que mostró unas pérdidas significativas<sup>20,21</sup>. Casi todas las demás compañías energéticas obtuvieron beneficios, siendo estos superiores a los de 2019 en más de la mitad de los casos. Por su parte, las empresas industriales registraron un beneficio conjunto de 1.982 millones de euros, muy por debajo de los 6.204 millones de 2019 y las compañías de la construcción y las actividades inmobiliarias obtuvieron de forma conjunta unos beneficios de 1.165 millones de euros, también por debajo de los 3.273 millones de 2019. En este último sector, cerca de la mitad de las compañías finalizó el ejercicio en pérdidas. Las compañías del comercio y los servicios, que son las más afectadas por la crisis, mostraron los resultados más débiles, con unas pérdidas de 6.921 millones de euros, que contrastan con los beneficios de 6.349 millones de

20 Esta compañía se vio afectada no solo por los efectos de la pandemia, sino también por el fuerte descenso del precio del petróleo en los cuatro primeros meses de 2020.

21 Cabe destacar también el empeoramiento de los resultados de Naturgy, cuyas pérdidas no fueron muy elevadas en valor absoluto (31,2 millones de euros), pero contrastan con los elevados beneficios de 2019 (casi 1.800 millones de euros).

euros en 2019. En este sector se observó una proporción notable de compañías en pérdidas, en algunos casos muy abultadas, por ejemplo, IAG<sup>22</sup>. Además, el empeoramiento de los resultados de pocas compañías determinó el comportamiento agregado dentro de un entorno generalizado de deterioro en las cuentas. En términos generales, cabe mencionar la presencia de varias empresas cuyos beneficios mejoraron entre 2019 y 2020, orientadas a las energías renovables o al sector farmacéutico, y que, en general, tienen un componente tecnológico superior.

### 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	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Energía	7.823,9	7.110,8	5.584,6	4.968,4	3.287,7	3.177,9
Industria	8.928,2	3.294,7	8.100,7	2.729,6	6.204,3	1.981,9
Comercio y servicios	12.544,0	-4.077,3	9.416,0	-7.596,0	6.348,7	-6.920,9
Construcción e inmobiliario	6.635,8	3.748,7	5.300,1	1.935,7	3.272,9	1.165,0
<b>Total agregado</b>	<b>35.932,0</b>	<b>10.076,8</b>	<b>28.401,4</b>	<b>2.037,7</b>	<b>19.113,6</b>	<b>-596,2</b>

Fuente: CNMV.

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras se incrementó en 2020, especialmente en las compañías del sector del comercio y los servicios y, en menor medida, en las de la construcción y las actividades inmobiliarias. El aumento del endeudamiento de las compañías (que también se ha producido en otras economías de nuestro entorno) responde a sus mayores necesidades de liquidez en el contexto de la crisis, así como al deseo de disponer de un colchón de recursos con el que afrontar situaciones difícilmente predecibles con tanta incertidumbre. En términos agregados el nivel de las deudas se situaba a finales de año en 252.000 millones de euros, un 3,6 % más que a finales de 2019. Del aumento total (superior a los 8.700 millones), más del 85 % se produjo en las empresas del comercio y los servicios, y el resto se repartió entre las compañías de la construcción y en las industriales (en las compañías energéticas se produjo un descenso). En consecuencia, las compañías del comercio y los servicios mostraron el mayor incremento de la ratio de apalancamiento (definida como el cociente entre el nivel de las deudas y el patrimonio neto), que pasó de 1,39 a 1,87. La ratio de apalancamiento total se incrementó desde 0,98 hasta 1,13 entre 2019 y 2020. Por su parte, la ratio de cobertura de la deuda, calculada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, se deterioró de forma significativa. Esto se explica tanto por el aumento del nivel de las deudas como, sobre todo, por la disminución de los beneficios (en este caso, del resultado de explotación).

### El Ibex 35 perdió un 15,5 % de su valor en 2020 y mostró un comportamiento relativo peor que otros índices europeos de referencia

El Ibex 35 sufrió una caída brusca del 28,9 % en el primer trimestre del año con el estallido de la crisis sanitaria en marzo, de la que apenas se recuperó un 6,6 % en

22 En este sector también cabe destacar el empeoramiento de los resultados de otras compañías como Amadeus, Meliá, NH Hoteles, Codere o Aena.



el segundo para volver a caer un 7,1 % en el tercero. Este camino irregular en los meses centrales del año se debió a la alternancia de noticias positivas y negativas sobre la evolución de la pandemia y su repercusión económica. En el tramo final del ejercicio, por el contrario, el índice presentó una fuerte revalorización, del 20,2 %, debido a la disminución de varias incertidumbres, las mismas que determinaron el avance del resto de los índices internacionales. Esta evolución permitió reducir las pérdidas anuales hasta el 15,5 %, pero el resultado contrastó con la revalorización del 11,8 % del ejercicio anterior y con los descensos menos pronunciados del resto de los índices europeos de referencia. La composición del Ibex 35, con una ponderación superior de los sectores más afectados por la crisis —banca, turismo, ocio, hostelería, transporte, etc.— fue determinante en este comportamiento relativo peor.

El comportamiento de las compañías de capitalización media y, sobre todo, de las pequeñas fue mucho más favorable que el del Ibex 35. Las primeras cedieron un 9,7 % en el conjunto del ejercicio y las segundas se revalorizaron de forma notable, un 18,9 %, por estar orientadas en mayor medida a sectores más innovadores como las energías renovables y la actividad farmacéutica. Por su parte, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros también experimentaron pérdidas significativas en 2020, del 22 % en el FTSE Latibex All-Share y del 19,1 % en el FTSE Latibex Top, a pesar del buen comportamiento que mostraron estos índices en los últimos meses del año. Esta evolución alcista no pudo compensar las pérdidas del primer trimestre, que fueron superiores al 43 % en ambos índices.

La capitalización de las bolsas españolas descendió un 13,2 % en 2020, hasta situarse en 579.164 millones de euros. La disminución se explica en su totalidad por el retroceso de las cotizaciones de las acciones, que compensó completamente la contribución positiva de la captación de capital. Esta última, que fue cercana a los 9.000 millones de euros, experimentó un incremento del 8 % respecto al ejercicio 2019.

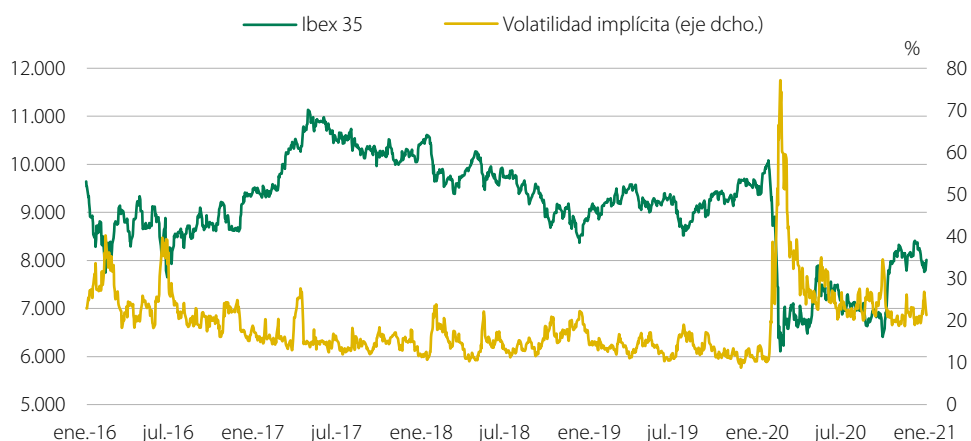
Como en otras bolsas de referencia internacionales, los indicadores de volatilidad alcanzaron a mediados de marzo valores máximos no observados desde la crisis financiera global de 2008 y, después, con ciertos altibajos fueron descendiendo. Así, por ejemplo, el indicador de volatilidad histórica del Ibex 35 registró máximos superiores al 80 % en marzo, pero acabó cerrando el ejercicio en niveles inferiores al 20 %. El promedio anual fue del 28,4 %, el valor más alto de la última década y más del doble de los promedios observados en los 3 años previos. Algo similar ocurrió con las condiciones de liquidez del mercado, que empeoraron sensiblemente en las primeras semanas de la crisis coincidiendo con el rebrote de la volatilidad y las restricciones a la operativa en corto, y después mejoraron con cierta intensidad. Con todo, las horquillas de precios *bid-ask* no volvieron a los niveles anteriores a la crisis. La negociación de valores españoles también mostró un repunte en marzo y abril, pero después descendió de forma notable, de modo que la negociación total anual de acciones españolas sujeta a reglas de mercado cayó un 3,2 % respecto a 2019, situándose en 780.000 millones de euros. De este importe algo más de 418.000 millones correspondieron al mercado regulado español<sup>23</sup> (un 9,1 % menos) y casi 362.000 millones (un 4,7 % más) a centros de negociación y mercados competidores.

---

23 Su cuota de mercado en la negociación de valores españoles se situó en el 53,9 % en 2020, por debajo del 57,4 % de 2019 o del 62,6 % de 2018.

## Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita

GRÁFICO 1.2.5



Fuente: Refinitiv Datastream.

## Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 1.2.3

%	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Índices</b>					
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	11,8	-15,5
Madrid	-2,2	7,6	-15,0	10,2	-15,4
Ibex Medium Cap	-6,6	4,0	-13,7	8,4	-9,7
Ibex Small Cap	8,9	31,4	-7,5	11,9	18,9
FTSE Latibex All-Share	71,0	9,0	10,3	16,3	-22,0
FTSE Latibex Top	67,8	7,3	14,8	15,3	-19,1
<b>Sectores<sup>1</sup></b>					
Energía	32,7	-11,9	-1,5	16,8	6,8
Químicas	198,2	55,4	8,8	-17,8	-15,8
Materiales básicos	24,0	26,1	-10,0	-4,8	-14,1
Construcción y materiales de construcción	-4,3	15,8	0,2	29,1	-6,6
Bienes industriales y servicios	8,4	29,8	-12,8	13,4	-17,1
Salud	-7,8	12,9	-3,6	35,5	-16,8
Utilities	-0,7	3,1	12,0	18,3	11,3
Bancos	-1,1	11,9	-28,1	-4,9	-27,5
Seguros	15,5	0,1	-12,8	-0,5	-23,7
Inmobiliaria	-5,0	15,6	-8,3	13,9	-20,4
Servicios financieros	-1,3	7,3	-7,5	22,0	-5,9
Tecnología	34,3	47,3	-5,6	17,9	-18,5
Telecomunicaciones	-11,7	-4,1	-7,9	1,9	-16,0
Consumo discrecional	2,7	-9,3	-25,1	33,2	-16,9
Consumo básico	5,2	9,6	-10,4	-3,3	10,4

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

En las primeras semanas de 2021 las cotizaciones bursátiles han mostrado una leve tendencia al alza, algo irregular e inferior a la registrada por otras referencias europeas. Así, en lo que va de año<sup>24</sup> el Ibex 35 presenta un avance del 6,2 %, observándose una cierta polarización en el comportamiento de los diferentes sectores. Algunos de ellos presentan revalorizaciones muy importantes, entre las que destacan las compañías del sector del petróleo (26 %), la banca (12,4 %) o las que pertenecen al sector del ocio, el turismo y la hostelería (16 %). Por el contrario, se observan caídas en las compañías de electricidad y gas (-1,4 %) y de electrónica y *software* (-0,5 %), que son más intensas en las de fabricación y montaje de equipos (-6,6 %).

### Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19

RECUADRO 3

La crisis desencadenada a raíz de la propagación del COVID-19 y su intensificación durante el mes de marzo de 2020 supuso y sigue suponiendo un gran reto para la sociedad española y para el conjunto de instituciones que forman parte de ella. En este contexto la CNMV ha adoptado múltiples decisiones de diferente naturaleza con el fin de asegurar que la institución funcionara con normalidad en todo momento y, al mismo tiempo, responder a los retos que se derivaban de la gestión de la propia crisis, realizando un esfuerzo significativo en las tareas de supervisión de los mercados y de sus participantes. La reorientación y el cambio de algunas prioridades hizo necesaria una revisión del Plan de actividades que se había publicado a principios de febrero del año pasado, en la que se mantuvieron 33 de los 44 objetivos inicialmente planteados, se pospusieron 11 y se añadieron 2 nuevos. Este recuadro describe las principales actuaciones, decisiones o medidas adoptadas por la CNMV desde los primeros días de marzo de 2020 ante la crisis originada por el COVID-19<sup>1</sup>.

#### i) Organización

- *Recursos humanos.* Las primeras medidas relevantes que se pusieron en marcha, siguiendo las directrices sanitarias, estuvieron dirigidas a procurar que los empleados de la CNMV pudieran seguir desarrollando su trabajo con normalidad desde su domicilio. El proceso comenzó el 11 de marzo, cuando aproximadamente la mitad de la plantilla comenzó a teletrabajar, duplicándose los equipos en relación con las actividades consideradas 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. 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.

A mediados de marzo se anunció el aplazamiento temporal de los procesos de selección de personal en marcha de la CNMV (un total de cinco procesos). Estos procesos se reanudaron el 28 de julio.

- *Registro*. El 16 de marzo 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. La reanudación de la actividad presencial del Registro tuvo lugar el 8 de junio.

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. Como se indicó en la resolución, la suspensión de plazos prevista en dicho real decreto no afectaba a la actividad de supervisión en general (requerimientos y otras actuaciones de supervisión) de la CNMV ni tampoco a las autorizaciones tramitadas por las Direcciones Generales de Entidades y Mercados susceptibles de producir efectos favorables al interesado ni a cualesquiera otros procedimientos que estableciese motivadamente el Comité Ejecutivo de la institución.

## ii) Supervisión de mercados

El contexto de extrema volatilidad en los mercados financieros generó la necesidad de intensificar la actividad de supervisión de los mercados, sus infraestructuras y los agentes participantes en ellos. En este ámbito destacaron las decisiones de **restricción de la operativa en corto sobre valores cotizados en mercados de valores españoles**. La primera decisión, acordada el 12 de marzo, implicó la prohibición de las ventas en corto durante 1 día y afectó a 69 valores. La segunda decisión, de prohibición de constitución o incremento de posiciones cortas netas, se acordó el 16 de marzo por un periodo de 1 mes, afectó a la totalidad de los valores de renta variable y fue prorrogada posteriormente otro mes más. 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. Al finalizar la prohibición, la CNMV realizó un estudio para valorar su impacto en los mercados financieros, cuyas conclusiones se describen en el recuadro 4. Por otra parte, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidía, en paralelo, rebajar el umbral que desencadena la comunicación de posiciones cortas (desde el 0,2 % hasta el 0,1 % del capital) a los supervisores. Esta decisión se prorrogó 3 veces, la última de ellas en diciembre de 2020, finalizando el 19 de mayo de 2021. Con todo, la utilidad de la información recibida en estos meses hizo que en mayo de 2021 ESMA solicitara a la Comisión Europa una rebaja permanente de este umbral hasta el 0,1 % del capital.

En el ámbito de las **infraestructuras de los mercados**, aparte de comprobar que los sistemas de negociación funcionaron con normalidad a pesar del severo episodio de volatilidad y caídas en los precios, se prestó una atención especial a la cámara de contrapartida central (ECC), BME Clearing. Esta entidad, además de activar el plan de contingencia para pandemias, realizó solicitudes de garantías extraordinarias en número e importes superiores a los habituales, como consecuencia de la superación de los parámetros de variación de precio y de la aplicación de la normativa de la ECC para cubrir excesos de riesgo puntuales. No se detectó ninguna incidencia en la transferencia de fondos a la ECC.

Además, se llevaron a cabo con frecuencia ejercicios de *back-testing* para comprobar hasta qué punto esta puede afrontar la hipotética quiebra de los miembros más relevantes con los recursos financieros a disposición de la entidad y se adelantó por parte de la ECC la revisión de los parámetros para requerir garantías. Asimismo, se prestó una atención especial a 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 unido a su menor capacidad de respuesta y resolución de incidentes, al encontrarse el personal en régimen de teletrabajo. Esta tendencia, que también se observó en menor medida en otros países europeos, tendió a revertirse de forma parcial con posterioridad.

En el ámbito de las sociedades, se publicaron algunas consideraciones tanto en relación con la celebración de las **juntas generales** como con la formulación de las **cuentas anuales** y la propuesta de aplicación del resultado de las compañías. Con respecto a la celebración de las juntas generales, la CNMV indicó en un primer comunicado en marzo que consideraba razonable estimular la asistencia por representación, así como maximizar la utilización de los mecanismos de asistencia remota y voto a distancia de los accionistas. También expuso que entendía que en las circunstancias concurrentes debía reconocerse el máximo margen de flexibilidad a los consejos de administración de las compañías cotizadas para adoptar medidas y soluciones que contribuyeran a preservar la salud de las personas y a evitar la propagación del virus, aunque no estuvieran expresamente contempladas en los estatutos, en el reglamento de la junta o en las convocatorias realizadas, siempre que se garantizara de modo efectivo el ejercicio de los derechos de información, asistencia y voto de los accionistas, y la igualdad de trato entre aquellos que se hallaran en la misma posición. En abril un comunicado conjunto de la CNMV y del Colegio de Registradores de España vino a refrendar las indicaciones anteriores mientras estuvieran presentes las restricciones o recomendaciones de las autoridades públicas en relación con la movilidad de las personas o con respecto a reuniones de más de un cierto número de personas.

Respecto de las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de las sociedades mercantiles, también se emitió un comunicado conjunto de la CNMV y del Colegio de Registradores aclarando que, en la medida en que la situación derivada de la crisis sanitaria del COVID-19 constituía una circunstancia absolutamente extraordinaria, las entidades podían, entre otras medidas, optar por sustituir la propuesta de aplicación de resultados contenida en la memoria de cuentas anuales por otra alternativa y ajustada a la situación. Tratándose de juntas ya convocadas, podía optarse por diferir la decisión sobre la propuesta de aplicación del resultado a una junta posterior, convocada dentro del plazo previsto para la celebración de la junta ordinaria. Por otra parte y con posterioridad, también se hizo público un comunicado en el que se aclaraban algunas dudas relacionadas con la formulación y el depósito de las cuentas anuales de los emisores de valores en formato electrónico único europeo (FEUE), que estos deben realizar a partir del ejercicio anual 2020.

### iii) Supervisión de entidades

En el ámbito de la supervisión de entidades cabe destacar los esfuerzos específicos que se realizaron respecto de las instituciones de inversión colectiva

(IIC) y, en particular, de los **fondos de inversión**. Los trabajos principales estuvieron relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos y con la evolución de los reembolsos por entidad, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras y con el fin de seguir la situación y recordarles sus obligaciones, así como las herramientas de gestión de la liquidez que tienen disponibles. En este sentido, la CNMV dio 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 evaluaron en función de diferentes indicadores como los volúmenes de negociación, el tiempo para deshacer una posición o la disponibilidad de precios para poder realizar compraventas. También se prestó atención a las calificaciones crediticias de los activos de deuda de estas instituciones y, en particular, a los activos calificados con BBB, al ser el último escalón que pertenece a la deuda de alta calidad (*investment grade*), que podría verse afectado si se percibiese un empeoramiento del riesgo de crédito de las compañías emisoras. Con el resultado de estos análisis la CNMV realiza de forma continua un seguimiento especial de una serie de sociedades gestoras que gestionan al menos un fondo con una exposición más elevada a los activos considerados como menos líquidos o a la deuda con peor calificación crediticia.

En relación con el **seguimiento de los reembolsos**, se estima que su volumen neto acumulado desde que se recrudeció la crisis a primeros de marzo hasta finales de dicho mes ascendió a aproximadamente 5.500 millones de euros, una cifra que las gestoras afrontaron sin incidencias. En un número reducido de fondos los reembolsos superaron el 20 % del patrimonio, porcentaje que obliga a una comunicación de información relevante (a estos efectos se tienen en cuenta los reembolsos realizados en un solo acto; no obstante, cuando los límites se alcanzan a través de sucesivos reembolsos solicitados por un mismo partícipe o por varios partícipes pertenecientes al mismo grupo en un periodo de dos meses, también se considera como hecho relevante). La única incidencia reseñable que se produjo afectó a un fondo de fondos que tenía en su cartera participaciones de una SICAV luxemburguesa que había suspendido el cálculo del valor liquidativo. En consecuencia, el fondo realizó suscripciones y reembolsos parciales con normalidad sin tener en cuenta esa inversión, que representaba un 7,1 % de su cartera. Finalmente, cabe señalar 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 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.

Al margen de estas actuaciones, la CNMV también adoptó una serie de medidas relacionadas con determinadas obligaciones de información de las sociedades gestoras de IIC y de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y, de forma excepcional, permitió la evaluación a distancia en el ámbito de aplicación de la Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora.

#### iv) Coordinación e interacción con otras instituciones

En la gestión de esta crisis la coordinación con otras instituciones, tanto nacionales como foráneas, ha sido esencial. A nivel nacional cabe destacar las reuniones —cuya frecuencia aumentó sensiblemente— que se celebraron en el seno de la Autoridad Macropprudencial 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. 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, adoptar las medidas necesarias.

A nivel internacional, la CNMV intensificó el intercambio de información con las distintas instituciones de las que forma parte o con las que mantiene contacto habitualmente como, por ejemplo, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), ESMA o la Junta Europeo de Riesgo Sistemático (ESRB). Además, colaboró en varios grupos de trabajos específicos creados en el seno de estas instituciones para analizar y abordar algunas posibles vulnerabilidades puestas de manifiesto durante la crisis y evaluar las medidas adoptadas por las diferentes autoridades. Algunos ejemplos de estos trabajos están relacionados con el riesgo de liquidez de los fondos en momentos de turbulencias y la idoneidad de las herramientas de gestión de la liquidez o con la evaluación de las calificaciones crediticias.

<sup>1</sup> La mayor parte de las actuaciones adoptadas por la CNMV están publicadas en CNMV - Informaciones relacionadas con la situación creada por el COVID-19.

### 1.2.3 Perspectivas y riesgos

Según las previsiones del FMI publicadas en enero de 2021, el PIB de la economía española crecería un 6,4 % este año y un 4,7 % el que viene, tras retroceder un 10,8 % en 2020. Esta senda muestra una amplitud mayor que la que se produciría en la zona euro, donde la actividad cayó menos en 2020 (un 6,8 %) y también aumentaría después con menos intensidad (4,4 % este año y 3,8 % el que viene). Estos pronósticos, sujetos a un grado muy elevado de incertidumbre, elevarían el diferencial de crecimiento entre España y la zona euro desde -4 p.p. en 2020 hasta 2 y 0,9 p.p. en 2021 y 2022.

Los riesgos más importantes que se atisban sobre este escenario son, en su mayoría, comunes a los de otras economías europeas de nuestro entorno. Entre ellos, destacan la duración y el impacto de la pandemia en términos sanitarios, sociales y económicos, que dependerán no solo de la rapidez del proceso de vacunación y de la efectividad de las vacunas, sino también de las medidas adoptadas por las autoridades para combatir la crisis y la posibilidad de extender algunas de ellas. En materia económica son particularmente relevantes los riesgos asociados a los cambios en los hábitos de consumo de los hogares, y muy especialmente al posible aumento de las insolvencias empresariales en los próximos meses y, en consecuencia, el aumento del desempleo. Estas insolvencias pueden ser notables en los sectores más afectados por la crisis como el turismo, la hostelería y gran parte de las compañías del

comercio y los servicios de menor tamaño. No obstante, es complicado realizar un pronóstico sobre la posibilidad de quiebra de estas compañías pequeñas, puesto que la información económica y financiera disponible sobre ellas es mucho más limitada.

Desde un punto de vista estrictamente financiero cabe destacar los retos que el actual contexto de tipos de interés supone para determinadas instituciones, en particular, para las entidades bancarias, si bien cabe señalar que el nivel reducido de estos tipos también favorecen la contención de la morosidad, en un momento especialmente complejo debido al deterioro de la actividad y del empleo. Además, este contexto de tipos bajos continúa fomentando las denominadas *estrategias de búsqueda de rentabilidad*, que pueden orientarse hacia la inversión en activos más arriesgados, más complejos y menos líquidos. Finalmente, es importante tener presente el fuerte aumento del endeudamiento público y, en consecuencia, la necesidad de hacer sostenibles las finanzas del sector público a medio y largo plazo.



### 2.1 Mercados de renta variable

La evolución de los mercados de renta variable en 2020 estuvo condicionada por la pandemia del coronavirus, que provocó numerosas incertidumbres y fuertes caídas en las cotizaciones en la primera parte del año, de las que se fueron recuperando parcialmente en los últimos meses del ejercicio como reacción a ciertas informaciones positivas, entre otras el anuncio de las vacunas. Pese a ello el Ibex 35 cerró el ejercicio con una caída del 15,5 % —la mayor entre los principales índices europeos— que se extendió a la mayoría de los sectores, aunque con diferente intensidad. En este contexto de caídas de las cotizaciones, la capitalización retrocedió de modo destacado, puesto que las ampliaciones de capital volvieron a presentar valores discretos. Asimismo, las empresas siguieron retrasando sus planes de salida a cotizar en los mercados, aunque se espera una reactivación de las salidas a bolsa en los próximos meses por parte, sobre todo, de compañías del sector de las energías renovables.

La contratación de valores españoles volvió a caer por tercer año consecutivo hasta situarse en 780.000 millones de euros, su valor más bajo desde 2013, manteniéndose el proceso de redistribución de la negociación desde el mercado regulado español hacia otros centros de negociación, sistemas multilaterales de negociación (SMN) y mercados competidores, que aumentaron ligeramente sus volúmenes negociados. La cuota de mercado de estos centros competidores considerando la negociación total sujeta a reglas de mercado (*lit* más *dark*<sup>1</sup>) se situó en el 46 % en el conjunto de 2020, más de 3 puntos porcentuales por encima del porcentaje del año anterior.

#### 2.1.1 Panorama general

Los mercados de renta variable españoles comenzaron 2020 con ligeros retrocesos por el temor a los efectos negativos del coronavirus en la economía, circunstancia que se materializó en fuertes caídas a partir de marzo, conforme el virus se extendió con fuerza en Europa y gran parte del resto del mundo, lo que obligó a los gobiernos a decretar estrictas medidas de confinamiento. Esta situación provocó que los índices españoles acumularan la mayor caída de su historia en ese mes y en un trimestre, situándose en su nivel más bajo desde el año 2012. Posteriormente la mejora de la situación sanitaria y la reapertura progresiva de las economías permitieron que las cotizaciones presentasen una ligera recuperación en el segundo trimestre, siguiendo la estela de los principales mercados de valores internacionales, aunque la intensidad de la recuperación fue más débil. En este contexto, el Ibex 35 retrocedió un 24,3 % en la primera mitad del año, pues la caída del primer trimestre (-28,9 %) se vio compensada parcialmente por el avance del segundo (6,6 %).

---

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*.

La segunda mitad del año comenzó con nuevos retrocesos como consecuencia de las débiles perspectivas económicas, a las que se unió la retirada de algunas medidas de reapertura económica para hacer frente a la expansión de la segunda ola del virus, lo que se tradujo en un nuevo retroceso del índice del 7,1 % en el tercer trimestre. El cuarto trimestre también comenzó con caídas debido a los datos negativos de la segunda ola de contagios, lo que obligó a los gobiernos y autoridades locales a adoptar nuevas restricciones a la movilidad e incluso cierres parciales, pero la situación cambió radicalmente en noviembre cuando la farmacéutica estadounidense Pfizer hizo públicos los resultados sobre la efectividad de su vacuna contra el virus, a lo que siguieron los anuncios posteriores de las compañías Moderna y AstraZeneca. Estos anuncios, que alimentaron las expectativas de un levantamiento progresivo de las restricciones a la movilidad y de aceleración de la recuperación económica, permitieron que el Ibex 35 cerrara el último trimestre del año con un avance del 20,2 % y redujese las pérdidas acumuladas en el conjunto del ejercicio hasta el 15,5 %, lo que no evitó que presentara el peor comportamiento entre los índices de referencia europeos<sup>2</sup>.

La crisis sanitaria y las fuertes caídas de las bolsas acabaron con tres años de reducida volatilidad del Ibex 35<sup>3</sup>, incrementándose su valor con fuerza hasta alcanzar su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, al igual que sucedió en las principales bolsas europeas e internacionales<sup>4</sup>. Este valor se fue moderando progresivamente para normalizarse en la segunda mitad del ejercicio, pese a lo cual se mantuvo en valores superiores a los existentes antes de la crisis. La volatilidad histórica del Ibex 35 cerró el año por debajo del 20 %, muy lejos de los registros superiores al 80 % alcanzados en marzo, aunque por encima de los registros cercanos al 10 % de 2019. Su promedio anual fue del 28,4 %, el valor más elevado de la última década y más del doble de los promedios anuales de los últimos ejercicios<sup>5</sup>, aunque en línea con los de los principales índices europeos e internacionales, con la excepción del japonés Nikkei 225, que registró una volatilidad inferior<sup>6</sup>.

La capitalización de las bolsas retrocedió en 2020 hasta situarse en 579.163 millones de euros, con lo que alcanzó su valor más bajo desde el año 2013 y lejos de los 701.000 millones de euros de 2017, debido al importante descenso de las cotizaciones en el ejercicio.

Aunque el volumen total de valores españoles negociado en las bolsas aumentó significativamente en el primer semestre favorecido por las turbulencias y la mayor volatilidad del mercado, este volvió a caer de modo significativo en el segundo, observándose cierta recuperación en la última parte del año, conforme las alzas volvieron a los mercados de la mano de las noticias positivas sobre las vacunas. Asimismo, se mantuvo la tendencia del fenómeno de deslocalización de la contratación en beneficio de

---

2 Los principales índices bursátiles europeos presentaron un comportamiento mejor que el del mercado español, destacando el índice alemán Dax 30, que consiguió mantenerse en positivo (3,5 %) y los menores retrocesos del europeo Eurostoxx 50, el francés Cac 40 y el italiano Mib 30, que cayeron un 5,1 %, un 7,1 % y un 5,4 %, respectivamente.

3 La volatilidad del Ibex 35 alcanzó sus valores mínimos históricos durante el último trimestre de 2019.

4 En la Bolsa de Nueva York se llegó a suspender temporalmente la contratación en varias ocasiones, al activarse un sistema de cierre automático que detiene la contratación cuando se alcanzan diferentes umbrales de caída por debajo del cierre anterior.

5 La volatilidad histórica del Ibex 35 alcanzó de media el 12,6 %, el 12,8 % y el 12,3 % en 2017, 2018 y 2019, respectivamente.

6 La volatilidad histórica media del índice europeo Eurostoxx 50 fue del 26,9 %, mientras que en el índice estadounidense Dow Jones y en el japonés Nikkei 225 fue del 27,6 % y el 21,4 %, respectivamente.

otros mercados regulados, SMN y centros de contratación competidores. En el conjunto del ejercicio, la contratación de renta variable en el mercado regulado español operado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) retrocedió por quinto año consecutivo, un 9,1 % menos, hasta situarse en poco más de 418.000 millones de euros, su nivel más bajo de la última década y menos de la mitad de lo contratado hace 5 años<sup>7</sup>. Las bolsas nacionales, en su condición de principales mercados regulados oficiales, mantienen su posición de primer mercado de contratación para la gran mayoría de los valores españoles admitidos a cotización en ellas, pero siguen perdiendo peso relativo en favor del resto de centros de contratación competidores, que, al cierre del año, concentraban más del 45 % de la negociación total (más de 6 puntos porcentuales por encima de la cifra de cierre de 2018<sup>8</sup>). La deslocalización de la contratación hacia otros centros de negociación diferentes a los mercados de origen ha sido una tendencia generalizada en toda Europa durante la última década, que, aunque con cierto retraso, también se ha extendido a España en los últimos años.

Como es tradicional, los inversores no residentes continúan desempeñando un papel muy relevante en el mercado de renta variable español, tanto en términos de contratación como de propiedad, que alcanzó su cuarto récord anual consecutivo al cierre de 2019. De acuerdo con la información recogida en el *Informe anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas* de 2020 de BME, la participación de no residentes en la propiedad de las acciones aumentó hasta el 50,2 % al cierre de 2019, su nuevo récord histórico (43,1 %, 46 % y 48,1 % en 2016, 2017 y 2018, respectivamente). La participación de los no residentes en la propiedad de las acciones españolas ha crecido más de 10 puntos porcentuales en la última década, consolidando aún más su papel fundamental para mantener los volúmenes de contratación y liquidez del mercado. Por su parte, los hogares siguen perdiendo peso en la propiedad de las acciones<sup>9</sup>, que alcanzó en 2019 el 16,1 % (23,4 %, 19,7 % y 17,2 % en 2016, 2017 y 2018, respectivamente), su valor más bajo en los últimos 30 años y casi la mitad de lo que representaba al comienzo del milenio, cuando superaba el 30 %. Así, el valor de las acciones en manos de los hogares se situaba en 101.109 millones de euros en el tercer trimestre de 2020<sup>10</sup>, un 23 % menos que al cierre de 2019, si bien esta cifra está condicionada por las importantes minusvalías acumuladas por los valores como consecuencia de la crisis del coronavirus.

El cuadro 2.1.1 permite comparar el tamaño de los principales mercados internacionales de renta variable mediante el uso de las ratios de contratación y capitalización respecto al producto interior bruto (PIB) de sus respectivas economías. En el ejercicio 2020 ambas ratios tuvieron un comportamiento paralelo, caracterizado por incrementos de estas en la mayor parte de los mercados. Por un lado, la ratio de la capitalización respecto al PIB, que había crecido en todos los mercados en 2019 debido al importante avance de las cotizaciones en la mayor parte de ellos, volvió a aumentar en la mayoría de mercados debido, fundamentalmente, a los avances de las principales bolsas de Norteamérica y Asia, así como a las caídas en el PIB de las

7 La contratación en 2015 alcanzaba 925.978 millones de euros y al comienzo de la década, en 2010, superaba el billón de euros.

8 En el conjunto del año 2020, la negociación de los centros de contratación competidores representó el 46,1 %, 3,5 puntos porcentuales más que en el ejercicio 2019.

9 Entre las razones que explican la pérdida de peso de las familias en la propiedad de las acciones cotizadas podrían encontrarse el creciente peso de los fondos de inversión en las carteras de inversión de los hogares debido a su ventajoso trato fiscal, así como a la intensa actividad comercial por parte de las entidades financieras para comercializar estos productos entre los inversores individuales.

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

principales economías mundiales<sup>11</sup> como consecuencia de la pandemia. En España esta ratio presentó ligeros retrocesos, reflejo de las notables pérdidas del mercado español que se han mencionado anteriormente. Por otro lado, la ratio de contratación respecto al PIB creció de modo destacado en los principales mercados, pues la elevada volatilidad incentivó tanto la negociación algorítmica como la de alta frecuencia (HFT), observándose, además, un incremento de las operaciones de los inversores minoristas a nivel global. En el caso del mercado español, el aumento de esta ratio fue muy leve y tuvo su origen en la mayor intensidad de la caída del PIB respecto al retroceso de la contratación.

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

CUADRO 2.1.1

	Capitalización <sup>1</sup>		Contratación	
	2019	2020	2019	2020
EE. UU. <sup>2</sup>	169,6	216,4	141,5	244,1
Canadá	136,8	158,6	80,3	119,9
China <sup>3</sup>	91,1	121,5	144,3	230,1
Japón	122,4	132,6	100,5	125,1
Bolsa de Londres <sup>4</sup>	114,5	109,8	53,6	59,1
Euronext <sup>5</sup>	98,8	115,8	39,8	57,0
Alemania	51,9	59,8	38,5	57,9
Italia <sup>4</sup>	39,8	36,7	33,8	36,6
España	53,6	51,7	37,7	38,1

Fuente: World Federation of Exchanges; London Stock Exchange Group; Eurostat; Gobiernos de EE. UU., Canadá, China, Reino Unido y Japón; 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 finalizaron 2020 con 138 sociedades admitidas a cotización en los mercados regulados de renta variable, 3 menos que en 2019 y el menor número de sociedades cotizadas de los últimos años<sup>12</sup>. Además, las sociedades cotizadas en Latibex y en el MAB, que son SMN, ascendían a finales del mismo ejercicio a 19 y 2.581<sup>13</sup>, respectivamente. Se incorporó una nueva sociedad al mercado continuo, con la admisión a cotización por primera vez de una compañía del sector de las energías renovables, Soltec. Por otro lado, se registraron siete exclusiones, tres del mercado continuo, una del de corros y tres del segundo mercado<sup>14</sup>. Entre las sociedades excluidas del mercado continuo, dos lo hicieron tras la liquidación de las correspondientes ofertas públicas de adquisición (MásMóvil Ibercom y BME) y la

11 A excepción de China, que continuó presentando tasas de crecimiento positivas, aunque más moderadas.

12 El número de sociedades admitidas a cotización a finales de 2015 era de 152.

13 De esta cifra, 2.441 sociedades eran SICAV.

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

tercera por acuerdo del Consejo de la CNMV (Sniace, que se encontraba en liquidación tras un procedimiento concursal). Asimismo, las tres sociedades excluidas del segundo mercado (Urbar Ingenieros, Ecolumber y TR Hotel Jardín del Mar) fueron admitidas en los mercados de corros de las bolsas de Madrid, en el primer caso, y de Barcelona, en las dos últimas; mientras que Cartera Industrial Rea fue excluida del mercado de corros de las bolsas de Madrid y Barcelona a petición de la propia sociedad.

Los mercados de valores  
y sus agentes  
Mercados y emisores

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

CUADRO 2.1.2

	Total bolsas	Mercado continuo			Corros	Segundo mercado
		Total	Nacional	Extranjeras		
Admitidas a 31/12/19	141	129	122	7	9	3
Admitidas a 31/12/20	138	127	120	7	11	0
<b>Altas en 2020</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>
Nuevas admisiones	1	1	1	0	0	0
Altas por fusión	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	3	0	0	0	3	0
<b>Bajas en 2020</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>
Exclusiones	2	1	1	0	1	0
Exclusiones por fusión	2	2	2	0	0	0
Cambio de mercado	3	0	0	0	0	3
<b>Variación neta en 2020</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>

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

La capitalización de las bolsas españolas retrocedió un 13,1 % en 2020 hasta alcanzar un valor inferior a 580.000 millones de euros, el más bajo desde el año 2013<sup>15</sup> y sustancialmente por debajo de los 701.000 millones alcanzados en 2017. Este retroceso tuvo su origen en la caída de las cotizaciones de las compañías<sup>16</sup>, puesto que la pérdida de valor atribuida a las compañías excluidas de las bolsas fue compensada con creces por el importe de los recursos captados mediante las ampliaciones de capital.

15 La capitalización a finales de 2013 alcanzó 570.028 millones de euros.

16 Los índices más representativos de los mercados de valores españoles, el Ibex 35 y el IGBM, retrocedieron un 15,5 % y un 15,4 %, respectivamente.

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

CUADRO 2.1.3

Importes en millones de euros

	2017	2018	2019	2020	% var. 20/19
<b>Total bolsas</b>	<b>701.029,6</b>	<b>592.662,6</b>	<b>666.943,2</b>	<b>579.163,7</b>	<b>-13,2</b>
Mercado continuo	699.691,2	591.166,2	665.757,8	578.110,1	-13,2
Nacionales	697.909,0	590.057,8	664.393,4	576.622,7	-13,2
Extranjeras <sup>2</sup>	1.782,3	1.108,4	1.364,5	1.487,4	9,0
Corros <sup>3</sup>	1.288,5	1.459,1	1.154,2	1.053,6	-8,7
Madrid	165,9	219,4	69,8	30,9	-55,8
Barcelona	1.134,3	1.318,4	1.036,5	955,9	-7,8
Bilbao	54,0	56,5	32,9	20,6	-37,4
Valencia	211,3	257,0	80,4	76,0	-5,5
Segundo mercado	49,9	37,4	31,1	0,0	-100,0

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.

Salvo algunas excepciones, la mayoría de los sectores representados en la bolsa española registró caídas significativas en las cotizaciones. Aun así, la intensidad de las caídas no fue homogénea por sectores ni por valores, observándose notables desigualdades en función del impacto de la crisis en sus negocios y las perspectivas de estos. Los mayores retrocesos en términos porcentuales correspondieron al sector de los servicios de consumo —al que pertenecen todas las empresas de hostelería, turismo, transporte aéreo y ocio—, en el que los efectos del virus han sido especialmente intensos, así como al sector bancario, que acusó el entorno de tipos de interés tan reducido<sup>17</sup>, los temores a un alza de la morosidad y la caída de la actividad comercial. También destacaron los retrocesos de las compañías del sector de las telecomunicaciones y la tecnología por la madurez de los negocios de las operadoras de telecomunicaciones y los vínculos de las tecnológicas presentes en el mercado español con el sector turístico.

En lo que respecta a la capitalización, las caídas se concentraron en mayor medida en los bancos, que acumulan tres años consecutivos de retrocesos, así como en las empresas de comunicaciones y del sector textil, mientras que las compañías mineras y las productoras de materias primas y de materiales de construcción apenas presentaron cambios en su valoración, al igual que sucedió con las empresas dedicadas a la alimentación (véanse cuadro 2.1.4 y anexos I.5 y I.7). Estos cambios dieron lugar a una reordenación de las ponderaciones, con un nuevo descenso del peso del sector financiero en beneficio del sector energético y, en menor medida, del de bienes de consumo, permaneciendo el resto de los sectores relativamente estables. Esto refleja un cambio en la estructura productiva del país, en la que pierden peso los bancos, las compañías tradicionales de telecomunicaciones, las petrolíferas y las orientadas al sector turístico en beneficio de las compañías del sector eléctrico, las energías renovables y la tecnología.

17 La tendencia a la baja de los tipos de interés se intensificó con las medidas de política monetaria ultralaxa establecidas por el Banco Central Europeo (BCE) para combatir la crisis.

Las alzas, que fueron muy reducidas, se concentraron en las compañías del sector energético, especialmente en las del sector eléctrico y de las energías renovables, que se han visto favorecidas por el carácter más estable de sus negocios, el entorno de bajos tipos de interés y la demanda creciente de los inversores por las energías verdes. Asimismo, al igual que en ejercicios anteriores, tuvieron un comportamiento positivo las compañías más pequeñas, lo que en parte puede deberse a que en muchos casos se trata de empresas que pertenecen a sectores más innovadores.

A pesar de las caídas de las cotizaciones y los ajustes de valoración entre sectores, la concentración en el mercado en términos de capitalización se mantuvo en valores elevados e incluso se acrecentó. Como en los dos últimos ejercicios, un total de 7 valores concentraron en torno a la mitad de la capitalización del mercado, aunque su lista varió respecto a ejercicios anteriores<sup>18</sup>. Asimismo, solo los 3 valores más grandes representan más de un tercio de la capitalización total, a la vez que se reduce de 17 a 15 el número de valores necesarios para alcanzar el 75 % de esta. Por otro lado, el número de valores españoles incluidos en el índice europeo Eurostoxx 50 se redujo de 5 a 3. Este hecho refleja el menor peso de las grandes compañías españolas respecto a las europeas, pero también confirma la expansión de las empresas de tamaño medio y de nuevos sectores, frente a las grandes compañías tradicionales y los bancos de mayor tamaño.

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

CUADRO 2.1.4

Importes en millones de euros

Sector	2019	2020	2019	2020	% var. 20/19
Petróleo	1	1	21.276,6	12.601,0	-40,8
Energía	10	10	123.936,3	137.042,8	10,6
Minería y metálicas básicas	8	8	6.178,2	6.013,7	-2,7
Cementos y mat. construcción	3	3	3.576,9	3.631,2	1,5
Químicas y farmacéuticas	7	7	25.335,9	20.979,2	-17,2
Textil y papeleras	8	8	100.103,1	82.872,3	-17,2
Metalmecánica	15	15	11.665,1	9.429,0	-19,2
Alimentación	11	11	8.265,8	8.077,9	-2,3
Construcción	8	8	42.682,7	36.689,7	-14,0
Inmobiliarias y SOCIMI	18	18	17.581,6	12.363,5	-29,7
Transportes y comunicaciones	7	6	94.023,7	75.100,4	-20,1
Otros no financieros	28	27	65.502,1	67.128,6	7,2
<b>Total sector no financiero</b>	<b>124</b>	<b>122</b>	<b>520.128,1</b>	<b>471.929,4</b>	<b>-8,8</b>
Bancos	10	10	132.373,2	96.067,1	-27,4
Seguros	2	2	11.005,7	8.403,7	-23,6
Sociedades de cartera	5	4	6.310,8	2.788,8	-55,8
<b>Total sector financiero</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>149.689,7</b>	<b>107.259,7</b>	<b>-28,3</b>
<b>Total</b>	<b>141</b>	<b>138</b>	<b>666.943,1</b>	<b>579.189,1</b>	<b>-13,2</b>

Fuente: CNMV. (1) Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF. En la capitalización de las empresas extranjeras se ha considerado el número de títulos que figura en Iberclear.

18 Debido a los cambios por capitalización, de la lista de las 7 compañías más grandes por valor de mercado salen Telefónica y Aena y entran Cellnex Telecom y Endesa.

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

Las ampliaciones de capital realizadas durante 2020 fueron 40, 12 menos que en el ejercicio anterior, correspondientes a un total de 28 sociedades cotizadas en las bolsas españolas, 5 menos que en 2019 (véanse los anexos I.1 y I.2 para un mayor detalle). A pesar del descenso del número de operaciones de este tipo, su importe total creció hasta situarse en 10.852 millones de euros, un 10,7 % más que el ejercicio anterior. Además, el valor de las ampliaciones con captación efectiva de recursos también aumentó un 8 %, hasta alcanzar los 8.903 millones de euros, el importe más elevado de los últimos 3 años.

El 82 % del importe de las ampliaciones registradas se debió a operaciones con captación de recursos, un porcentaje similar al 84 % del año anterior, mientras que el 18 % restante correspondió a ampliaciones liberadas. Como se ha comentado, el importe de las ampliaciones de capital con captación de recursos volvió a crecer ligeramente (un 8 % más) por segundo año consecutivo, correspondiendo en su totalidad a compañías no financieras. Del importe total (más de 8.900 millones), en torno a la mitad se destinó a nuevos proyectos mientras que el resto fue utilizado en su mayor parte por grandes compañías del transporte aéreo y ligadas al sector turístico para dotarse de recursos, reforzar sus balances y hacer frente a los efectos de la pandemia en sus negocios.

Entre las ampliaciones con captación de recursos destacó el incremento de la cuantía de las operaciones tradicionales con derecho de suscripción preferente, que crecieron hasta superar los 6.800 millones de euros (frente a los 4.730 millones de 2019) y entre las que se encuentran las ampliaciones por segundo año consecutivo de Cellnex Telecom (por importe de 4.000 millones de euros) y de la matriz de Iberia, International Consolidated Airlines Group (por importe de 2.741 millones de euros). Además, aumentó la cuantía respecto a años anteriores de las colocaciones aceleradas, registrándose una operación de Amadeus IT por un importe de 750 millones de euros. El volumen del resto de las operaciones con captación efectiva de recursos retrocedió, disminuyendo de modo destacado el de las de contrapartida no monetaria y conversiones, que apenas alcanzaron los 400 millones de euros.

En relación con las ampliaciones de capital liberadas, todas ellas (17 operaciones) correspondieron a operaciones de dividendo elección (*scrip dividend*), que aumentaron tanto en número (3 más) como en volumen (385 millones de euros más) respecto al año anterior (véase cuadro 2.1.5). A pesar de que en los últimos tiempos la remuneración en forma de efectivo ha sido una práctica en auge en la política de dividendos de muchas compañías y de que contaba con el favor de la mayor parte de los accionistas, las mayores dificultades e incertidumbres económicas que ha provocado la pandemia han obligado a que más empresas hayan optado por el formato de pago en acciones con el objetivo de retener en sus balances más recursos y fortalecerlos de cara al futuro.



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

CUADRO 2.1.5

Importes en millones de euros

	2017	2018	2019	2020	% var. 20/19
<b>Ampliaciones de capital con captación de recursos</b>	<b>25.786,2</b>	<b>7.389,8</b>	<b>8.240,6</b>	<b>8.903,1</b>	<b>8,0</b>
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	6.837,1	44,6
Sin derecho de suscripción preferente (OPS <sup>2</sup> )	956,2	200,1	10,0	150,1	1.401,3
De las cuales ampliación	68,8	0,0	10,0	0,0	-100
Colocaciones aceleradas	821,8	1.999,1	500,0	750,0	50,0
Ampliación contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	8.469,3	2.999,7	2.034,2	2.33,0	-88,5
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	162,4	-54,2
Otras	6.060,2	913,8	611,8	770,3	25,9
<b>Ampliaciones de capital liberadas</b>	<b>3.807,3</b>	<b>3.939,7</b>	<b>1.565,4</b>	<b>1.949,0</b>	<b>24,5</b>
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	1.949,0	24,6
<b>Total ampliaciones de capital</b>	<b>29.593,6</b>	<b>11.329,5</b>	<b>9.806,0</b>	<b>10.852,1</b>	<b>10,7</b>
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>2.944,5</b>	<b>733,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-</b>
De las cuales ampliación	147,8	0,0	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.

Asimismo, al contrario de lo que había sucedido en 2019, cuando ninguna compañía nueva se incorporó al mercado, destacó en el último trimestre del año la salida a bolsa mediante una oferta pública de suscripción (OPS) de la compañía de energías renovables Soltec. El mercado espera operaciones similares de empresas del mismo sector para el ejercicio 2021.

### 2.1.4 Negociación

#### Negociación al contado

La contratación de valores españoles admitidos a negociación en las bolsas volvió a retroceder por segundo año consecutivo en 2020 hasta situarse en 780.697 millones de euros, un 3,2 % menos que en 2019 y su valor más bajo desde el ejercicio 2013.

En concreto, la contratación de valores españoles en el mercado regulado operado por BME se situó en 418.513 millones de euros, un 9,1 % menos que en 2019, mientras que la contratación de estos valores en otros centros competidores creció casi un 5 %. En conjunto, la negociación de los valores españoles en el mercado regulado operado por BME<sup>19</sup> en 2020 volvió a reducir su participación en la negociación hasta representar el 54 % del total (frente al 57 % en 2019 y al 62 % en 2018<sup>20</sup>). En el caso de los centros competidores de BME, salvo en 2019, cuando retrocedió ligeramente, la negociación no ha parado de crecer desde 2009 hasta alcanzar un máximo histórico de casi 362.000 millones de euros en 2020 (véase cuadro 2.1.6). El aumento de la negociación en estos centros de negociación competidores en 2020 se puede explicar parcialmente por el incremento de la volatilidad en el mercado, que podría

19 El operador del mercado español BME fue adquirido en 2020 por el operador del mercado suizo SIX Group tras el resultado positivo de una oferta pública de adquisición de acciones de carácter voluntario.

20 Este porcentaje era del 85 %, 80 %, 72 % y 68 % en 2014, 2015, 2016 y 2017, respectivamente.

haber incentivado algunas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia<sup>21</sup>, que tradicionalmente tienen lugar en mayor medida en ellos.

En cuanto a la distribución de la negociación entre los distintos 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—, que incluso aumentó su peso relativo, pues su expansión fue mayor que la de otros centros de contratación competidores. Así, su contratación agregada creció un 7,4 % hasta superar los 275.000 millones de euros, lo que representa el 76 % de la cuota de mercado de los centros de negociación alternativos y el 35,4 %<sup>22</sup> del total negociado sobre los valores españoles de renta variable admitidos a negociación en los mercados oficiales españoles. De este modo, Cboe refuerza su posición como el principal competidor de BME, representando su contratación más del 66 % del volumen negociado por este, frente al 56 % y al 48 % de los ejercicios 2019 y 2018, respectivamente. Por otro lado, Cboe continuó cambiando la composición de la contratación entre sus dos libros de órdenes en beneficio de BATS, que ya supone más de tres cuartas partes del total. Entre el resto de los competidores, el más destacado, Turquoise, volvió a perder peso (hasta el 6,4 %, casi la mitad que en 2018), mientras que el resto de mercados, que en 2019 había crecido de modo destacado y casi doblado su volumen contratado, aumentaron de modo más discreto (un 8 %) y elevaron ligeramente su cuota de mercado (del 16,8 % al 17,4 %)

### Efectivo negociado en renta variable española admitida a cotización en las bolsas españolas<sup>1</sup> CUADRO 2.1.6

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	2020	% var. 20/19
<b>Total</b>	<b>878.329,9</b>	<b>933.416,3</b>	<b>931.019,3</b>	<b>806.217,3</b>	<b>780.697,4</b>	<b>-3,2</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>877.408,4</b>	<b>932.763,1</b>	<b>930.607,1</b>	<b>805.826,6</b>	<b>780.341,0</b>	<b>-3,2</b>
BME	634.914,5	633.385,7	579.810,4	460.267,4	418.512,6	-9,1
Chi-X	117.419,4	117.899,2	106.869,7	80.678,9	65.006,5	-19,4
Turquoise	51.051,8	44.720,1	42.883,4	30.550,6	23.242,2	-23,9
BATS	44.839,8	75.411,6	171.491,3	176.093,6	210.675,8	19,6
Otros <sup>2</sup>	29.182,9	61.346,5	29.552,2	58.236,1	62.903,8	8,0
<b>Corros</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-59,9</b>
<b>Segundo mercado</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-100,0</b>
<b>ETF<sup>3</sup></b>	<b>910,4</b>	<b>644,5</b>	<b>403,2</b>	<b>384,3</b>	<b>353,9</b>	<b>-7,9</b>

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 SMN incluidos en el cuadro, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, SMN y sistemas. (3) Únicamente ETF con ISIN español.

Asimismo, hay que señalar que, aunque uno de los objetivos de la regulación MiFID II y el Reglamento MiFIR era incrementar los niveles de transparencia en el

21 Denominada *High Frequency Trading* (HFT).

22 En 2019 la contratación representaba el 74 % de la cuota de mercado de los centros de negociación alternativos y casi el 32 % del total negociado.

mercado y reconducir parte de la negociación realizada no sometida a reglas de mercado hacia centros de contratación y entornos regulados en los que sí estuviera sujeta a estas, se ha observado una consolidación de figuras como la de los internalizadores sistemáticos, cuyo formato de negociación no está sujeto a reglas de mercado no discrecionales. Así, se estima que la negociación realizada a través de estos últimos en relación con la negociación total de los valores españoles representó en 2020 algo más del 10 % (incluida la negociación OTC<sup>23</sup>) y que la negociación OTC en sentido estricto estuvo ligeramente por encima del 25 % del total<sup>24</sup>.

### Contratación en los mercados regulados operados por BME

La contratación de renta variable en los mercados regulados operados por BME se concentra en su totalidad en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) —conocido como mercado continuo— (véase cuadro 2.1.7), aunque siguen existiendo los mercados de corros de las bolsas, en los que la negociación solo alcanza valores testimoniales. El segundo mercado de la Bolsa de Madrid, que estaba orientado a pymes, ha desaparecido y las empresas que formaban parte de él se han trasladado bien al mercado continuo o bien al de corros, o han dejado de cotizar. Este mercado tuvo una expansión discreta y la aparición del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) terminó vaciándolo, al ofrecer una regulación y metodología diferentes que han resultado más atractivas para las pymes. Por otro lado, la contratación agregada de los dos SMN —MAB y Latibex— apenas volvió a alcanzar un 1 % de lo negociado en el SIBE. El importe negociado en el SIBE retrocedió un 8,6 % en 2020 hasta situarse en 425.337 millones de euros<sup>25</sup>, mientras que a su vez el número de operaciones creció casi un 50 % hasta superar los 55,6 millones, su valor más elevado desde 2015. Así, tras varios años consecutivos de descenso en el número de operaciones, este volvió a crecer con fuerza gracias al resurgimiento de la volatilidad y, en menor medida, a la mayor actividad en los mercados bursátiles por parte de los inversores minoristas.

Como consecuencia de ello, el efectivo medio por operación disminuyó hasta los 7.715 euros, un 39 % menos que en 2019 y su nivel más bajo de la última década, casi la cuarta parte de los 28.836 euros alcanzados en 2009, tras observarse caídas continuas de los importes efectivos medios por operación en la mayoría de los ejercicios de la mencionada última década.

---

23 Excluyendo la negociación OTC, la cuota de mercado de los internalizadores sistemáticos ha oscilado entre el 15 % y el 18 % en los últimos 2 años.

24 El resto de la negociación (que se corresponde con aquella sujeta a reglas de mercado) se repartiría aproximadamente en un 33 % para el mercado regulado español y algo menos del 30 % para el resto de los centros competidores.

25 En esta cifra está incluida la contratación de fondos de inversión cotizados (ETF, por sus siglas en inglés), que ascendió a 2.551 millones.

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

CUADRO 2.1.7

Importes en millones de euros

	2017	2018	2019	2020	% var. 20/19
<b>Total</b>	<b>649.883,3</b>	<b>590.852,6</b>	<b>469.621,2</b>	<b>429.338,67</b>	<b>-8,6</b>
<b>Mercados oficiales</b>	<b>644.766,7</b>	<b>586.364,1</b>	<b>465.470,4</b>	<b>425.340,04</b>	<b>-8,6</b>
<b>SIBE</b>	<b>644.757,8</b>	<b>586.355,1</b>	<b>465.464,0</b>	<b>425.337,54</b>	<b>-8,6</b>
del que ETF	4.464,1	3.027,6	1.718,8	2.551,1	48,4
<b>Corros</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-59,9</b>
Madrid	1,8	0,8	0,8	0,1	-86,8
Bilbao	0,1	0,0	2,1	0,0	-100,0
Barcelona	6,3	7,4	3,2	2,4	-26,3
Valencia	0,0	0,0	0,1	0,0	-90,8
<b>Segundo mercado</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-100,0</b>
<b>MAB</b>	<b>4.985,8</b>	<b>4.336,9</b>	<b>4.014,4</b>	<b>3.919,2</b>	<b>-2,4</b>
<b>Latibex</b>	<b>130,8</b>	<b>151,6</b>	<b>136,4</b>	<b>79,4</b>	<b>-41,8</b>

Fuente: CNMV.

Asimismo, el número de órdenes creció un 44 % respecto al ejercicio 2019, hasta superar los 536 millones, su cifra más alta desde 2016<sup>26</sup>. A pesar del incremento del número de órdenes, la ratio órdenes/operaciones se situó en 9,6 veces (10 y 9,3 veces en 2019 y 2018, respectivamente) puesto que fue más intenso el aumento de las operaciones. El incremento del número tanto de órdenes como de operaciones podría atribuirse a la negociación algorítmica y de alta frecuencia<sup>27</sup>, como se ha señalado previamente, que requieren de entornos de cierta volatilidad en las cotizaciones de los mercados —como sucedió durante 2020— para tener éxito y que se caracterizan por el elevado número de órdenes transmitidas al mercado —habitualmente de reducido tamaño—.

Atendiendo a las modalidades de contratación en el mercado continuo, el cuadro 2.1.8 refleja un comportamiento mixto en la contratación de las modalidades *en sesión*, con avances para los importes contratados mediante órdenes y aplicaciones que fueron insuficientes para compensar la caída superior al 45 % del volumen contratado mediante bloques. A pesar de que la operativa de órdenes creció tanto en términos absolutos (más de 20.000 millones de euros) como relativos (más del 68,7 % del total contratado frente al 57 % de 2019), el avance fue insuficiente para compensar el fuerte retroceso del volumen contratado bajo la modalidad en bloques, que disminuyó más de 69.000 millones de euros y pasó a representar apenas el 21 % del total contratado<sup>28</sup>. Por otro lado, el volumen atribuido a otras modalidades de contratación avanzó un 34 % debido principalmente al mayor importe negociado en relación con la liquidación de las opas que tuvieron lugar a lo largo del ejercicio, cuyo valor fue más del doble del registrado en 2018.

26 En 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019 alcanzaron 645, 611, 422, 409 y 373 millones de órdenes, respectivamente.

27 La negociación de alta frecuencia se caracteriza por la realización de un número muy elevado de operaciones de compraventa de valores con una vida media muy corta (inferior a una sesión), cuyo objetivo es aprovecharse de pequeñas variaciones en los precios de un valor, por lo que los escenarios de mayor volatilidad en los mercados favorecen este tipo de negociación.

28 En 2019 esta modalidad de contratación representó un 34 % del total.

**Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo<sup>1</sup>**

CUADRO 2.1.8

Los mercados de valores  
y sus agentes  
Mercados y emisores

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	2020	% var. 20/19
En sesión	618.600,9	619.108,6	552.826,8	450.575,7	405.120,5	-10,1
Órdenes	350.783,5	335.917,3	300.217,8	258.242,2	278.516,1	7,9
Aplicaciones	68.631,6	51.316,0	48.644,1	38.888,0	42.666,5	9,7
Bloques	199.185,8	231.875,3	203.965,0	153.445,5	83.938,0	-45,3
Fuera de hora	2.196,1	2.373,8	1.667,3	3.098,1	4.174,3	34,7
Otras modalidades	20.150,4	18.811,3	28.833,5	10.071,5	13.491,6	34,0

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

Aunque la contratación bursátil siguió concentrada en un número reducido de valores, esta concentración disminuyó ligeramente durante 2020 en beneficio de las compañías de tamaño intermedio. Así, fueron necesarios 9 y 16 valores para acumular el 50 % y el 75 %, respectivamente, del importe contratado en el SIBE (5 y 13 valores en 2019). De la misma manera el número de valores necesarios para alcanzar el 90 % de la negociación del mercado aumentó de 24 a 30 sociedades. Los valores más contratados apenas variaron<sup>29</sup> respecto a los últimos ejercicios (Iberdrola, Banco Santander, Inditex y BBVA), a los que se incorporó Repsol en sustitución de Telefónica, todos ellos componentes del índice español y, en el caso de las tres primeras sociedades, del europeo Eurostoxx 50<sup>30</sup> (véanse anexos I.6 y I.8 para un mayor detalle sobre la contratación y su distribución).

**Posiciones cortas**

La información recibida por la CNMV sobre las ventas de valores en corto muestra que su posición agregada aumentó ligeramente durante 2020 hasta situarse al cierre del año en el 0,73 % de la capitalización total de los valores del mercado continuo, por encima del 0,66 % de 2019. A finales del ejercicio, 3 valores presentaban una posición corta superior al 5 % (frente a 1 único valor que alcanzaba dicho umbral a finales de 2019) y existían posiciones cortas netas superiores al 2 % de su capitalización individual sobre 17 valores (14 valores al final de 2019). Entre las mayores posiciones cortas por valores individuales se situaban varias compañías de los sectores de las energías renovables, la construcción y la tecnología.

En 2020 la CNMV adoptó varias decisiones para restringir la operativa en corto. Estas decisiones se iniciaron a mediados de marzo en los primeros compases de la crisis del COVID-19, en un contexto marcado por las fuertes caídas de las cotizaciones y aumentos significativos de la volatilidad, y finalizaron en mayo (véase el recuadro 4 para un mayor detalle sobre estas decisiones, así como sobre sus efectos en algunos indicadores relevantes de los mercados financieros). Otros supervisores de valores europeos adoptaron decisiones similares durante ese periodo.

29 Aunque cambió su posición en el *ranking* de los valores más contratados.

30 BBVA y Telefónica dejaron de pertenecer en el segundo semestre del ejercicio al índice europeo Eurostoxx 50, del que habían formado parte desde su creación en 1998.

## Posiciones cortas

CUADRO 2.1.9

	% posiciones cortas s/ capitalización <sup>1</sup>	N.º sociedades con posiciones cortas > 2 % <sup>2</sup>	N.º sociedades con posiciones cortas > 5 % <sup>2</sup>
2016	0,97	18	6
2017	0,70	16	5
2018	0,84	12	5
2019	0,66	14	1
2020	0,73	17	3

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 que supongan al menos el 0,2 % del capital social<sup>31</sup> y que, por tanto, no incluyen las posiciones cortas que representan porcentajes inferiores. En relación con este umbral cabe señalar que en paralelo con las decisiones de varios supervisores de valores de restringir la operativa en corto, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidió rebajar el umbral que desencadena la comunicación de posiciones cortas a los supervisores desde el 0,2 % hasta el 0,1 % del capital. Esta decisión se prorrogó varias veces, la última de ellas el 19 de diciembre por un periodo adicional de 3 meses, que finalizó el 19 de marzo de 2021.

### Análisis del efecto de las restricciones a la operativa en corto sobre acciones españolas entre marzo y mayo de 2020

RECUADRO 4

La evolución de los precios de la renta variable estuvo condicionada en 2020, a nivel global, por la expansión del COVID-19. El rápido avance de esta pandemia obligó a muchos países a implantar medidas de confinamiento sobre sus poblaciones, que causaron una interrupción notable de su actividad productiva y económica en general. En este contexto los índices bursátiles más importantes registraron fuertes descensos durante el primer trimestre del año y, en especial, durante el mes de marzo.

Concretamente, el 12 de marzo de 2020 los índices bursátiles europeos experimentaron caídas extraordinariamente elevadas. La del Ibex 35 fue del

31 La CNMV decidió dejar de publicar a partir de 2019 la información quincenal agregada de posiciones cortas netas, que incluía no solo las posiciones de más del 0,5%, que han de hacerse públicas necesariamente, sino también aquellas 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, ya que las posiciones netas cortas por debajo del 0,5 % solo se publicaban en España.

14,1 %, la mayor en una sola jornada en sus 28 años de historia. Ante esta situación, la CNMV acordó prohibir las ventas en corto durante la jornada del 13 de marzo sobre todas las acciones líquidas admitidas a negociación en las bolsas de valores españolas cuyo precio hubiese caído más de un 10 % en la sesión anterior (12 de marzo) y sobre todas las acciones ilíquidas<sup>1</sup>, cuando dicha caída hubiese superado el 20 %. La prohibición afectó a 69 valores en total y se realizó al amparo de lo previsto en el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012.

Tras una nueva sesión de fuertes caídas el 16 de marzo, conforme al artículo 20 del citado reglamento, la CNMV prohibió, durante un mes que posteriormente se prorrogó a dos<sup>2</sup>, la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles respecto de las que la CNMV es la autoridad competente. En esa fecha, el Ibex 35 cayó un 7,9 %, que se acumulaba a los descensos anteriores. La prohibición se realizó en atención a la excepcionalidad de la situación y a la incertidumbre existente en el mercado, que podía estar reforzando la tendencia vendedora y alentando una espiral bajista. Al día siguiente, las autoridades supervisoras equivalentes a la CNMV de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia adoptaron medidas similares.

La norma permite adoptar esta medida para preservar la estabilidad financiera y la confianza de los inversores en momentos en los que hay turbulencias que se pueden traducir en movimientos de precios desordenados. Pero esta actuación también puede afectar a la eficiencia de los mercados, es decir, una prohibición de este tipo puede reducir la velocidad a la que se ajustan los precios a la información disponible y deteriorar algunas medidas de liquidez, como la horquilla *bid-ask* o el propio volumen de negociación. Por ello, la CNMV decidió realizar un estudio<sup>3</sup> para determinar cuál había sido el impacto, en términos de eficiencia de mercado, de las restricciones sobre la operativa en corto descritas anteriormente. En concreto, se examinó su repercusión en algunas medidas de liquidez (como la horquilla *bid-ask*, el volumen de contratación o la ratio de Amihud<sup>4</sup>) y también en la evolución y la volatilidad intradía de los precios. Además, el estudio analizó si la prohibición pudo influir en el riesgo de crédito de los emisores financieros y no financieros cuyos valores cotizan en los mercados de renta variable.

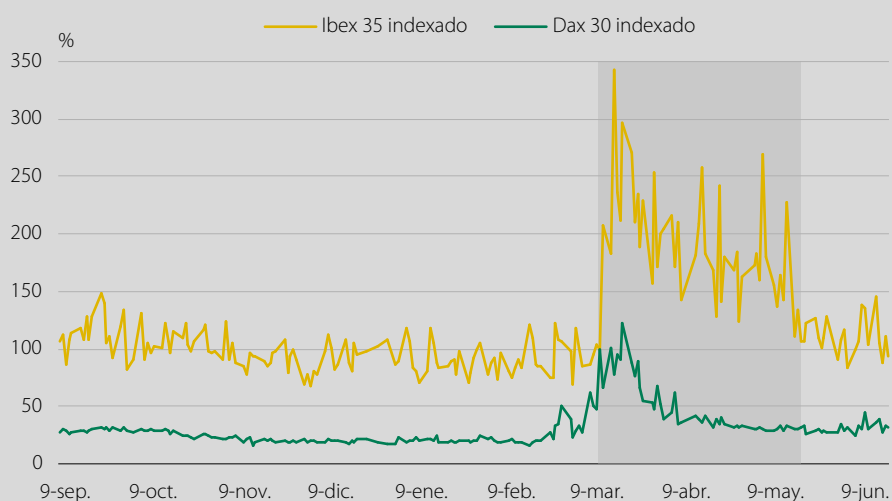
La primera parte del análisis se basó en establecer una comparativa entre lo sucedido durante el periodo de las prohibiciones y los componentes del Ibex 35 y los de otro índice comparable en un mercado sin restricciones, en este caso el Dax 30 alemán. Se estudiaron variables relacionadas con las rentabilidades, volatilidades y medidas de liquidez de las acciones cotizadas que integran el Ibex 35 y el Dax 30 entre el 9 de septiembre de 2019 y el 19 de junio de 2020. Por tanto, se recogieron datos suficientes de sesiones previas y posteriores a la adopción de la prohibición de aumentar o constituir posiciones cortas netas por parte de la CNMV. En una segunda parte del análisis y utilizando el mismo periodo de tiempo, se observó cómo pudieron influir estas restricciones en el riesgo de crédito de los emisores de los valores sujetos a ellas, en comparación con los valores del mercado sin restricciones.

De los análisis descriptivos y econométricos que se realizaron en el estudio se obtuvieron las siguientes conclusiones:

- Los diferenciales *bid-ask* de las acciones del Ibex 35 y del Dax 30 se incrementaron en los primeros días tras el establecimiento de la prohibición y después tendieron a reducirse. El incremento inicial en términos relativos fue más intenso en el caso de los valores españoles, por lo que, a pesar de la disminución posterior, solo se alcanzaron los valores pre-crisis una vez se levantó la prohibición. En cambio, en los valores alemanes la recuperación fue más rápida. El análisis econométrico revela que los valores sujetos a la prohibición habrían experimentado un deterioro de la liquidez en relación con la situación de no prohibición, efecto que, aunque atenuado, persiste una vez levantadas las restricciones.

**Bid-ask diarios de los mercados español y alemán  
(índice 100 corresponde a 12/03/2020)**

GRÁFICO R4.1



Fuente: Datastream y elaboración propia. El área sombreada indica el periodo en el que la CNMV prohibió la constitución o el incremento de posiciones cortas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles.

- La contratación de las acciones del Ibex 35 disminuyó una vez se adoptó la prohibición hasta alcanzar cotas inferiores a la de la contratación registrada en el periodo anterior a la crisis. Una vez que la prohibición concluyó, se produjo un nuevo aumento de esta. Por su parte, la contratación de los componentes del Dax 30 durante la prohibición disminuyó de forma notable en las fechas posteriores a dicho anuncio y su tendencia fue similar a la de los del Ibex 35. Una vez levantada la prohibición, la contratación de ambos mercados siguió comportándose de manera similar. En este caso, del análisis econométrico se concluye que la prohibición no tuvo un impacto significativo en la contratación de los valores sujetos a ella.
- La media de la ratio de Amihud aumentó durante el periodo de prohibición tanto para los valores integrantes del Ibex 35 como para los del Dax 30. Esto sugiere que ambos mercados perdieron profundidad durante ese lapso, lo que cabría atribuir al entorno generalizado de turbulencias.



Si se atiende a la evolución temporal durante la prohibición, se observa que los componentes del Ibex 35 perdieron más profundidad que los del Dax 30. Sin embargo, una vez la prohibición dejó de estar en vigor, ambos mercados ganaron en profundidad y alcanzaron cotas similares a las registradas antes de esta. Por su parte, el análisis econométrico no encontró evidencia de que la prohibición tuviera un efecto negativo en la ratio de Amihud de los valores sujetos a ella. La mayor pérdida de profundidad de los valores españoles podría explicarse en gran medida por el mayor riesgo-país de estos valores más que por las restricciones.

- Para ambos índices de renta variable se observa que la volatilidad fue mayor durante la prohibición que en el periodo inmediatamente anterior. Solo en las últimas sesiones, una vez que esta ya no estaba en vigor, los niveles de volatilidad fueron similares a los valores previos a las turbulencias. No se observó que la volatilidad tuviera un comportamiento diferente durante la prohibición con respecto al que hubiera tenido sin ella.
- Tampoco se encontró evidencia de que la prohibición tuviera ningún efecto diferencial en la evolución de los precios de las acciones que componen el Ibex 35 en relación con la evolución de los precios de las acciones del Dax 30, ni tampoco con respecto a la situación anterior a ella.
- Finalmente, se pudo comprobar cómo los diferenciales de crédito aumentaron de forma notable en torno a los días previos a la puesta en marcha de la prohibición. Estos diferenciales se fueron reduciendo a medida que la pandemia en Europa se fue moderando, si bien se encontraban todavía por encima de su nivel precrisis. En este sentido, los valores alemanes se recuperaron en mayor medida que los españoles. En cuanto al análisis econométrico, no se encontró evidencia de que la prohibición tuviera ningún tipo de influencia en los diferenciales de riesgo de crédito de los emisores de renta variable españoles durante su vigencia ni después de que se levantara.

En definitiva, el análisis realizado no encontró evidencia reseñable de efectos imputables a la prohibición de constituir o incrementar las posiciones cortas netas en variables relevantes como los volúmenes de contratación, los precios, la volatilidad o el riesgo de crédito de los emisores afectados, identificando únicamente un aumento mayor en los diferenciales *bid-ask* (es decir, un cierto deterioro de su liquidez), que después ha persistido en cierta medida.

1 Según el Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012 de la Comisión, de 5 de julio de 2012.

2 La prohibición se realizó en un principio hasta el 17 de abril, prorrogable por periodos adicionales no superiores a tres meses si fuese necesario. En la práctica, las prórrogas se realizan cada mes. En este caso la prohibición estuvo en vigor hasta el 18 de mayo, después de una prórroga que comenzó el 18 de abril.

3 El estudio completo está disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe\\_ventas\\_en\\_corto\\_23072020.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe_ventas_en_corto_23072020.pdf)

4 La ratio de iliquidez de Amihud se define para cada uno de los valores considerados como:  $\frac{1}{T} \sum_{i=1}^T \frac{|r_i|}{\epsilon V_i}$ , donde  $|r_i|$  es la rentabilidad diaria en valor absoluto y  $\epsilon V_i$  la contratación diaria en euros. La ratio se ha calculado teniendo en cuenta 5 sesiones, por tanto  $t$  es igual a 5. Al ser una ratio de iliquidez, cuanto mayor sea su valor, menos liquidez existe para ese valor. Cuando se ha calculado la ratio para todo un mercado, se ha calculado como la media simple de la ratio individual de los valores que cotizan en ese mercado.

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

En 2020 se autorizaron 2 ofertas públicas de adquisición de valores con un importe potencial de 5.807 millones de euros, muy superior al registrado en el ejercicio anterior a pesar de que en dicho ejercicio se autorizaron 7 ofertas (véase cuadro 2.1.10). La relación de las opas autorizadas durante el pasado año puede consultarse en el anexo I.9.

Ambas operaciones fueron ofertas voluntarias. La de Six Group AG sobre Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S. A. (BME) había sido anunciada y presentada en 2019 por un importe potencial de 2.843 millones de euros, mientras que la de Lorca Telecom BidCo, S. A. U. sobre MásMóvil Ibercom, S. A. (MásMóvil) fue presentada el 1 de junio de 2020 por un valor de 2.964 millones de euros.

En los dos casos, la contraprestación consistió en el pago de una cantidad en efectivo que tuvo la consideración de precio equitativo, circunstancia que se acreditó mediante un informe de valoración justificativo del precio.

El resultado obtenido en la oferta sobre BME permitió la realización de la operación de venta forzosa, adquiriendo el oferente la totalidad de las acciones, lo que supuso la exclusión de negociación de la sociedad. La operación sobre MásMóvil también finalizó 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, de 27 de julio).

Asimismo, cabe destacar que en la oferta sobre MásMóvil, presentada en junio de 2020, se consideró que concurría la circunstancia prevista en el apartado 3, letra b), del artículo 137 de la Ley del Mercado de Valores; esto es, que los precios de mercado en general o de la compañía en particular se estaban viendo afectados por un acontecimiento excepcional como era el impacto de la pandemia del COVID-19 y, en consecuencia, se aplicó por primera vez el apartado 2 de dicho artículo<sup>32</sup>, que exige la justificación del precio mediante un informe de experto independiente.

Además, en 2020 se autorizó la excepción de oferta de exclusión que había sido solicitada por la sociedad Cartera Industrial REA, S. A. el año anterior, al completarse el procedimiento equivalente acordado por su junta general de accionistas (artículo 11, letra e) del Real Decreto 1066/2007).

Por otro lado, a la fecha de cierre de este informe se encontraba en tramitación la oferta de exclusión de Barón de Ley presentada por la propia sociedad y que fue admitida a trámite el 8 de octubre. También, se registró el 5 de febrero la presentación de una oferta pública voluntaria parcial de adquisición de una participación máxima del 22,69 % de las acciones de Naturgy Energy Group, S. A. por Global InfraCo O (2) S.à. r.l. (IFM Investors). La adquisición resultante de la oferta está sujeta a la autorización previa del Consejo de Ministros (artículo 7 bis de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior) por lo que, de acuerdo con el artículo 26.2 del Real

---

32 El apartado 2 (precio justificado por experto independiente y en efectivo, al menos como alternativa) se aplica cuando concurre alguna de las circunstancias del apartado 3. Es la primera vez que se da una circunstancia del apartado 3 y que, en consecuencia, se aplica el 2.

Decreto 1066/2007, la CNMV no autorizará la oferta hasta que, si es el caso, se obtenga dicha autorización.

## Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.1.10

Importes en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Autorizadas<sup>1</sup></b>					
Número	5	5	6	7	2
Importe potencial	1.682	18.183	23.842	1.571	5.807
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	1.743	19.902	25.298	1.589	5.807
<b>Realizadas<sup>3</sup></b>					
Número	5	4	6	7	2
Importe	853	1.309	19.582	840	5.210
Importe más acuerdos previos de adquisición <sup>2</sup>	914	1.502	21.038	858	5.210

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 también presentaron una evolución negativa durante la mayor parte del año, de la que se recuperaron parcialmente en el último trimestre, en un contexto de debilidad de sus divisas respecto al euro<sup>33</sup>, así como de importantes caídas en los precios del petróleo<sup>34</sup> y de retrocesos acompañados de elevada volatilidad de los precios de las materias primas<sup>35</sup>. Las economías latinoamericanas acusaron significativamente la grave crisis económica provocada por la pandemia, aunque las perspectivas apuntan a una mejoría progresiva de las economías de la región<sup>36</sup> gracias al efecto de las vacunas y la paulatina recuperación de los precios de las materias primas. Así, las mejores perspectivas para el área, con una recuperación de las economías de Brasil, México, Chile y Perú<sup>37</sup>, que compensará la debilidad del área del Caribe, permitieron un crecimiento más intenso de las cotizaciones en la última parte del año, en paralelo con los avances de los mercados a nivel internacional. Así, los dos índices representativos de valores latinoamericanos incluidos en este SMN —FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top—, en los que las compañías de Brasil y México están ampliamente representadas, presentaron

33 En 2020 el real brasileño, el peso mexicano y el peso argentino se depreciaron un 29,6 %, un 12,6 % y un 34,6 %, respectivamente, respecto al euro.

34 El precio del petróleo disminuyó desde un promedio mensual de 64,6 dólares por barril en 2019 hasta 41,6 dólares en 2020.

35 El índice CRB de precios de materias primas industriales en euros disminuyó un 9,6 % en 2020 (-4,1 % en 2019) en un contexto de elevada volatilidad y fuertes caídas de precios, de las que se recuperó parcialmente en el último trimestre del año.

36 El FMI espera que el retroceso del PIB en Latinoamérica alcance el 7,4 % en 2020, con caídas del 4,5 % y del 8,5 % para Brasil y México, respectivamente. Para 2021 pronostica un avance del 4,1 %.

37 El FMI pronostica un crecimiento para Brasil y México del 3,6 % y el 4,3 % en 2021, que en el caso de Chile y Perú aumenta hasta el 5,8 % y el 9 %, respectivamente.

revalorizaciones en el último trimestre del año que permitieron reducir las pérdidas anuales al 22 % y el 19,1 %, respectivamente, frente a las ganancias del 16,3 % y el 15,3 % que acumularon en 2019.

El valor de mercado de las acciones negociadas en Latibex<sup>38</sup> retrocedió un 11 % respecto al cierre de 2019, hasta situarse en 177 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 volvió a corresponder, como en ejercicios anteriores, a empresas brasileñas, cuyo peso aumentó de nuevo hasta el 70 % del total, correspondiendo el resto casi en su totalidad a compañías mexicanas. El número total de empresas negociadas en este mercado no varió y se mantuvo en 19.

Asimismo, la contratación efectiva de las compañías negociadas en Latibex retrocedió casi un 42 %, hasta alcanzar los 79,5 millones de euros, su valor más bajo en los últimos años, de los que casi dos tercios correspondieron a empresas mexicanas y el resto, en su casi totalidad, a brasileñas. 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 <sup>1</sup>			Contratación		
	2019	2020	2019	2020	% var. 20/19	2019	2020	% var. 20/19
Argentina	2	2	1,1	0,9	-19,9	0,0	0,1	679,1
Brasil	10	10	134,7	124,2	-7,9	41,3	28,6	-30,8
México	6	6	63,2	52,2	-17,4	95,4	50,7	-46,8
Perú	1	1	0,0	0,0	-	0,1	0,1	-2,6
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>199,0</b>	<b>177,2</b>	<b>-11,0</b>	<b>136,8</b>	<b>79,5</b>	<b>-41,9</b>

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

### Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Los distintos segmentos negociados en el sistema unilateral de negociación MAB volvieron a tener una evolución desigual en 2020, con ligeros cambios en el número o en la composición de las sociedades cotizadas (véase cuadro 2.1.12) en la casi totalidad de los segmentos y un nuevo retroceso —el quinto consecutivo— en el número de sociedades de inversión de capital variable (SICAV). Asimismo, la capitalización mostró un comportamiento mixto, destacando el retroceso en volumen de las SICAV y las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), y el avance, tanto en volumen como en porcentaje, de las empresas en expansión. Por otro lado, a pesar del retroceso de las SICAV, su contratación en este SMN siguió siendo la más importante, pues representó cerca del 80 % del total negociado. Además, cabe señalar el importante crecimiento (más del doble) de la contratación de las compañías en expansión.

Importes en millones de euros

	N.º de empresas		Capitalización <sup>1</sup>			Contratación		
	2019	2020	2019	2020	% var. 20/19	2019	2020	% var. 20/19
Empresas en expansión	39	42	1.930,5	3.199,1	65,7	311,8	752,6	141,4
SICAV	2.574	2.441	29.033,2	27.103,0	-6,6	3.509,9	3.061,5	-12,7
Sociedades de inversión libre	19	21	515,0	538,4	4,5	69,1	57,8	-16,3
SOCIMI	77	77	13.227,7	12.755,0	-3,6	133,6	57,1	-57,3
<b>Total</b>	<b>2.709</b>	<b>2.581</b>	<b>44.706,4</b>	<b>43.595,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>4.020,5</b>	<b>3.929,0</b>	<b>-2,3</b>

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

Es importante mencionar que en 2020 se produjo una reorganización en BME que afectó al MAB, creado en 2006 como SMN destinado a la negociación de empresas de tamaño pequeño y mediano en crecimiento. A partir del 3 de septiembre de 2020 estas empresas empezaron a cotizar en un SMN denominado BME MTF Equity, que incluye tres segmentos: BME Growth, BME IIC y BME ECR. El primero de ellos tiene el reconocimiento de la categoría europea de *Growth Market*, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión. Esta nueva categoría se desarrolla en el marco de la iniciativa sobre la Unión de los Mercados de Capitales (CMU por sus siglas en inglés), con el objetivo de impulsar la financiación de las empresas de menor tamaño a través de su presencia en los mercados financieros<sup>39</sup> y homogeneizar los estándares de calidad y transparencia entre los mercados *growth* de Europa. Al cierre de 2020 un total de 119 sociedades formaban parte de este mercado, que incluye las SOCIMI, acumulando una capitalización cercana a 16.000 millones de euros.

En el segmento de las empresas en expansión el número total de sociedades cotizadas se situó en 42, gracias a la incorporación de 3 nuevas empresas al mercado —Soluciones Cuatrocienta, Aspy Global Services y Making Science Group—, la entrada de Domo Activos procedente del segmento de SOCIMI y la exclusión de la sociedad Voztelecom Oigaa360. El importe contratado en este segmento creció más del doble (un 141 %), hasta situarse en 752 millones, y su capitalización avanzó más del 65 %, hasta quedar cerca de los 3.200 millones de euros, su máximo histórico; esto se debe gran medida por la importante revalorización de las compañías muy pequeñas, notablemente superior a las de pequeña y mediana capitalización, y que contrasta con los retrocesos de los grandes índices. Esta revalorización se explica por el tipo de negocio de muchas de las compañías que forman parte de este segmento, que incluye empresas del sector de las energías renovables, farmacia y biotecnología, electrónica y *software*.

Las SOCIMI, que en los últimos años habían sido el segmento más activo del MAB y acumulaban crecimientos durante varios años consecutivos desde su incorporación a este mercado a finales de 2013 gracias a una legislación favorable y al interés de los inversores por el mercado inmobiliario, detuvieron su expansión en 2020, pues el número de sociedades cotizadas se mantuvo en 77. En 2020 se incorporaron al MAB 6 nuevas SOCIMI, pero otras 6 fueron excluidas y una de estas últimas pasó al segmento de empresas en expansión. La capitalización del segmento retrocedió un 3,6 %, hasta situarse en torno a los 12.800 millones de euros, y su contratación cayó

39 La regulación se simplifica para adaptarse a este tipo de empresas.

a menos de la mitad, hasta apenas 60 millones de euros, lo que refleja la elevada concentración del capital y, por tanto, la escasa liquidez de este. Las SOCIMI son la adaptación española de la figura de los vehículos de inversión en el mercado inmobiliario (REIT) existentes en otros países<sup>40</sup> y se caracterizan por tener un régimen fiscal favorable que las exime de tributar por el impuesto sobre sociedades y les permite gozar de una bonificación del 95 % en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. En 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. Este tipo de sociedades deben contar con un capital mínimo de 5 millones de euros y cotizar en un mercado regulado o SMN como el MAB. Uno de sus principales atractivos radica en ofrecer productos que permiten a los inversores diversificar su inversión, así como acceder a una cartera de activos inmobiliarios con mayor facilidad y liquidez que en el caso de la adquisición directa de estos activos.

Por último, como viene siendo habitual en los últimos ejercicios y ante la perspectiva de un posible cambio regulatorio, el número de SICAV volvió a reducirse tras darse de baja 133 sociedades, por lo que su número se situaba en 2.441 al cierre de 2020. El número de SICAV ha disminuido paulatinamente desde el máximo de 3.372 registradas al cierre de 2015, de manera que en la actualidad ha desaparecido más de la cuarta parte de las existentes en aquel momento. A su vez, su capitalización retrocedió un 6,6 %, hasta los 27.100 millones de euros, pues a la pérdida de valor por las bajas de entidades se añadieron las caídas en la valoración del patrimonio de las existentes, como consecuencia de las pérdidas registradas en los mercados bursátiles.

Por otro lado, la iniciativa Entorno Pre Mercado (EpM<sup>41</sup>) para que 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 siguió desarrollándose, destacando entre sus resultados la incorporación a BME Growth desde este entorno de la compañía Soluciones Cuatroochenta. El proyecto cuenta en la actualidad con 14 sociedades de diferentes segmentos, con fuerte componente tecnológico, que cuentan con programas de asesoramiento específicos.

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

Tras varios años sucesivos de importantes retrocesos tanto en la actividad de negociación como en el patrimonio de los ETF, hasta mostrar los niveles más bajos desde su introducción en 2006, la contratación de estos activos volvió a crecer de modo destacado en el ejercicio 2020, aunque su patrimonio descendió. Los ETF ofrecen ventajas relacionadas con su flexibilidad para diversificar las posiciones por tipo de activo, mercado, sector, área geográfica e, incluso, estrategia de un modo sencillo, transparente y con bajo coste de gestión.

---

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

41 La iniciativa fue puesta en marcha a finales de 2016.

El volumen contratado en 2020 creció un 48,4 % hasta situarse en 2.551 millones de euros y su patrimonio disminuyó un 15,4 %, hasta los 613 millones de euros (menos del 0,3 % de los fondos de inversión tradicionales). El número de fondos negociados al cierre del ejercicio se mantuvo en 5, los mismos que en 2019, de los que 1 solo fondo concentraba más del 40 % del patrimonio. De los 5 fondos cotizados negociados, 3 siguen correspondiendo a una entidad francesa y los dos restantes a una española, cuyas referencias están vinculadas a la evolución de los índices bursátiles Ibex 35 y Eurostoxx 50. Los ETF ligados al Ibex 35 siguieron representando en torno al 90 % del total negociado. 3 de estos ETF siguen estrategias pasivas y los 2 restantes son fondos inversos y apalancados sobre el índice español.

## 2.2 Renta fija

En 2020, la actividad en los mercados primarios de renta fija española se vio condicionada por las consecuencias de la crisis derivada del COVID-19. El entorno de tipos de interés estuvo caracterizado por las medidas monetarias extraordinarias y ultraexpansivas puestas en marcha por el Banco Central Europeo (BCE) con el objetivo de paliar los efectos más adversos de la crisis. Estas medidas favorecieron que los tipos de interés, después de unas semanas de tensión en los mercados e importantes repuntes, revirtieran a los niveles precrisis, e incluso disminuyeran en la segunda parte del año, cerrando 2020 en nuevos mínimos históricos en muchas de las referencias.

En un contexto de tipos de interés reducidos, las crecientes necesidades de financiación derivadas de la crisis provocaron una fuerte expansión de las emisiones de deuda, principalmente deuda pública, aunque también, si bien en menor medida, deuda privada. Así, las emisiones brutas de deuda pública española alcanzaron un volumen de 275.492 millones de euros en 2020, lo que implica un crecimiento del 36,9 % respecto a 2019 y un aumento del saldo vivo del 9,4 %. Por su parte, las emisiones de renta fija privada de compañías españolas, tanto en España como en el exterior, sumaron 231.315 millones de euros, un 15,2 % más que en 2019, lo que dio lugar a un incremento del saldo vivo del 4,6 %.

Dentro de las emisiones de renta fija privada, las registradas en la CNMV alcanzaron los 132.121 millones de euros en 2020, lo que supone un notable incremento (del 46,6 %) respecto a las emisiones efectuadas en 2019 (90.165 millones de euros). Este aumento contrasta con la reducción de las emisiones en el exterior (-10 %), que se situaron en 90.201 millones de euros en 2020 (100.321 millones en 2019), con lo que se interrumpió la expansión de los últimos años. Las filiales en el exterior de los emisores españoles también redujeron de forma considerable sus emisiones, un 23,4 %, hasta situarse en 70.741 millones de euros, frente a los 92.342 millones de 2019. Por otra parte, las nuevas emisiones de deuda en el mercado alternativo de renta fija, MARF, también se redujeron un 7 % respecto al ejercicio previo, sumando 9.584 millones de euros frente a los 10.348 millones de 2019, y ello a pesar de que alrededor de un 40 % de las emisiones contaron con el aval del Estado a través de las líneas ICO.

En consecuencia, en 2020 se observó una divergencia entre las emisiones registradas en la CNMV, que aumentaron en 41.956 millones de euros, y las efectuadas en el exterior, tanto de forma directa como a través de filiales, que disminuyeron en 31.721 millones. Esta divergencia se explica parcialmente por los tipos de activos que experimentaron un incremento mayor en sus emisiones en 2020,

fundamentalmente titulizaciones, cédulas y otros activos, que se utilizan con frecuencia para obtener financiación del Eurosistema y se emiten en España. Por el contrario, las emisiones de deuda en el exterior se concentran, fundamentalmente, en bonos simples y en pagarés.

Respecto al volumen de negociación de renta fija española en 2020, se observó una caída en los volúmenes de deuda pública, del 15,9 %, hasta los 3,1 billones de euros, mientras que los de renta fija privada se mantuvieron en niveles similares a los de 2019, apenas un 0,1 % superiores, con 416.553 millones de euros.

En 2020 se constató una cierta ganancia de cuota de mercado de los centros de negociación españoles respecto a la deuda pública. Dentro de estos, fueron los sistemas organizados de contratación (SOC) los que ganaron terreno, mientras que los mercados regulados AIAF y SENAF registraron ligeros retrocesos. En su conjunto, los centros de negociación nacionales intermediaron el 22,5 % de las operaciones de deuda pública española, frente al 17,8 % del año anterior.

Por su parte, en la renta fija privada, en 2020 se confirmó la tendencia iniciada en 2019 de contracción de la negociación estrictamente OTC, lo que constituiría un avance en el cumplimiento de los objetivos perseguidos por MiFID II. Así, la cuota de mercado de este tipo de negociación, que se situaba en el 52,2 % del total en 2018, descendió hasta el 41,5 % en 2019 y volvió a reducirse en 2020 hasta situarse en el 37,8 %. Esto implica que el 58,2 % de la negociación de renta fija privada española se realizó a través de centros de negociación organizados y bilateralmente a través de internalizadores sistemáticos.

Los centros de negociación nacionales mantienen un peso poco relevante en la negociación de renta fija privada española. Así, la negociación a través del mercado regulado AIAF se redujo de nuevo en 2020, situándose en 170 millones, mientras que a través del sistema organizado de negociación CAPI OTF se negociaron 95 millones y a través del MARF (SMN), 2 millones. Por último, dos internalizadores sistemáticos españoles (Banco Santander I.S. y BBVA I.S.) registraron un fuerte incremento en el volumen de deuda privada negociada en 2020. Banco Santander I.S. casi quintuplicó el volumen negociado en 2019, hasta los 11.196 millones de euros, mientras que BBVA I.S. experimentó una expansión del 48 % del volumen negociado, alcanzando 10.822 millones de euros. La cuota de mercado de ambos internalizadores se situó en el entorno del 5 % de la negociación total de renta fija privada española.

### 2.2.1 Panorama general

El panorama general de la evolución de los activos de renta fija estuvo marcado por los efectos de la crisis del COVID-19. Las tensiones desencadenadas en los mercados de deuda en las primeras semanas de la crisis, durante el mes de marzo, provocaron repuntes significativos en las rentabilidades y en las primas de riesgo de los activos de renta fija, así como disminuciones de liquidez y dificultades de valoración en determinados segmentos de estos mercados. Sin embargo, la pronta y ambiciosa acción del BCE interrumpió drásticamente esta tendencia, revirtiendo los tipos de interés a niveles previos a la crisis e incluso más reducidos en algunas referencias.

En este sentido, y con el objetivo de paliar los efectos más adversos de la crisis, el BCE puso en marcha una batería de medidas monetarias extraordinarias, entre ellas



un programa de compra de emergencia por la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) de activos públicos y privados por un importe inicial máximo de 750.000 millones de euros, que fue aumentando a lo largo del año hasta situarse en diciembre en 1,85 billones de euros, con un horizonte temporal que también fue progresivamente expandiéndose hasta alcanzar marzo de 2022. Adicionalmente, se permitió la reinversión automática de los activos cuyo vencimiento vaya produciéndose hasta, al menos, finales de 2023. Por otra parte, el BCE puso en marcha nuevos programas de refinanciación de las entidades financieras y mejoró las condiciones de los existentes, al tiempo que relajó los criterios aplicados a las garantías de los préstamos y a los requisitos de capital y liquidez. Los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la de depósito se mantuvieron constantes en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 % respectivamente durante todo el año.

Las necesidades de financiación, tanto por parte del sector público como del privado, originadas por la crisis del COVID-19, así como la mejora de sus condiciones explican la fuerte expansión de las emisiones de deuda en la zona euro durante 2020. Así, el volumen de deuda bruta total emitida en el conjunto de la zona euro aumentó un 12,5 % respecto al de 2019, lo que se tradujo en un incremento del 6,8 % del saldo vivo total de deuda. En España, el aumento de las emisiones brutas fue superior al de la zona euro, del 26,4 %. Sin embargo, el incremento del saldo vivo de la deuda total se situó en niveles cercanos, el 7,4 % en España frente al 6,8 % de la zona euro, debido al mayor aumento, también, de los vencimientos en el caso de los activos españoles.

Por tipos de emisores, el sector público fue, tanto en España como en la zona euro, el que más incrementó su recurso a la financiación de los mercados durante 2020. El aumento del gasto derivado de las políticas fiscales puestas en marcha para hacer frente a la crisis y la disminución de los ingresos públicos dieron lugar a un aumento significativo del endeudamiento público, que se tradujo en un incremento del saldo vivo de deuda pública española del 9,4 %. Este aumento, aun siendo elevado, fue considerablemente inferior al 15,6 % registrado en el conjunto de la zona euro.

Los emisores privados de la zona euro presentaron un comportamiento desigual en su recurso a la financiación de los mercados: por una parte, las instituciones financieras redujeron el volumen de sus emisiones brutas un 4,8 %, lo que se tradujo en un descenso del *stock* de emisiones vivas del 2,8 %. Por otra parte, las sociedades no financieras aumentaron el volumen de sus emisiones brutas un 6,3 % en 2020, lo que dio lugar a un aumento del 10,1 % de su deuda en circulación.

De la misma forma, en España las sociedades no financieras incrementaron su recurso a la financiación de los mercados en mayor medida que las instituciones financieras. Sin embargo, en el caso español ambos sectores registraron un avance tanto en el volumen de emisiones brutas (del 11,5 % y el 28,7 % respectivamente) como en el saldo vivo de deuda (del 3,9 % y el 8,2 % respectivamente).

Las instituciones financieras accedieron a la financiación del BCE en condiciones muy ventajosas, lo que explica su menor necesidad de recurrir a la financiación del mercado. Sin embargo, las sociedades no financieras, en especial las pertenecientes a aquellos sectores más afectados por las limitaciones derivadas de la pandemia, habrían visto aumentadas sus necesidades de financiación para afrontar la caída en sus ingresos y el mantenimiento de los costes fijos, así como para asegurar un nivel de liquidez suficiente en un entorno incierto.

## Emisiones y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 2.2.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe <sup>1</sup>			Pro memoria: zona euro		
	2019	2020	% var. 20/19	2019	2020	% var. 20/19
<b>Emisiones brutas<sup>2</sup></b>	<b>402.048</b>	<b>506.807</b>	<b>26,1</b>	<b>7.944.948</b>	<b>8.935.070</b>	<b>12,5</b>
Administraciones públicas	201.167	275.492	36,9	2.352.457	3.521.555	49,7
Instituciones financieras	158.254	176.440	11,5	4.787.568	4.558.212	-4,8
Sociedades no financieras	42.627	54.875	28,7	804.923	855.303	6,3
<b>Emisiones netas<sup>2</sup></b>	<b>44.179</b>	<b>135.877</b>	<b>207,6</b>	<b>523.396</b>	<b>1.336.766</b>	<b>155,4</b>
Administraciones públicas	18.762	97.958	422,1	122.421	991.093	709,6
Instituciones financieras	11.309	26.552	134,8	326.460	172.495	-47,2
Sociedades no financieras	14.108	11.367	-19,4	74.514	173.179	132,4
<b>Saldos vivos<sup>3,4</sup></b>	<b>1.755.778</b>	<b>1.886.406</b>	<b>7,4</b>	<b>17.595.222</b>	<b>18.798.048</b>	<b>6,8</b>
Administraciones públicas	1.045.743	1.143.640	9,4	8.243.702	9.525.676	15,6
Instituciones financieras	593.277	616.461	3,9	7.945.857	7.724.817	-2,8
Sociedades no financieras	116.758	126.305	8,2	1.405.663	1.547.554	10,1

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE. Los datos de deuda de las Administraciones públicas (AA. PP.) de este cuadro no son directamente comparables con los de la deuda elaborada según el Protocolo de Déficit Excesivo, debido fundamentalmente a que esta última metodología excluye los valores en cartera mantenidos por las propias AA. PP. e incluye las operaciones de *swaps* de divisa. (1) Incluye las emisiones efectuadas dentro y fuera de España. (2) Para las emisiones en divisa de las Administraciones públicas, se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio medio del mes publicado por el BCE. Para las emisiones en divisa de las instituciones financieras y sociedades no financieras, se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del último día del mes publicado por el BCE. (3) Para los saldos vivos de emisiones en divisa, se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del BCE al finalizar el periodo. (4) Los saldos vivos no pueden ajustarse con las emisiones netas debido a la utilización de tipos de cambio diferentes para las emisiones en divisas.

### Evolución de la calificación crediticia de las emisiones de deuda españolas desde el inicio de la crisis del COVID-19

RECUADRO 5

La crisis del coronavirus originada a principios de 2020 ha deteriorado la actividad económica, suscitando ciertas dudas en torno a la evolución de la solvencia de las compañías más afectadas y, por tanto, de su riesgo de crédito. La CNMV elabora informes trimestrales con el objetivo de analizar las calificaciones crediticias de los activos de deuda españoles desde el principio de la crisis. El primero de estos informes<sup>1</sup>, además, comparaba estas con las calificaciones de una muestra de emisores privados de otros países europeos. Un aumento del riesgo de crédito, de observarse y persistir, podría reflejarse en rebajas en los *ratings* de las diferentes compañías, que, de ser significativas, podrían producir efectos perjudiciales en muchos de los agentes que participan en los mercados y, en última instancia, podrían tener implicaciones negativas para la estabilidad financiera. Entre otras, podrían producirse ventas significativas de activos, espirales bajistas de precios, diferentes fenómenos de contagio entre entidades, encarecimiento de la financiación, etc.

El análisis efectuado sobre la deuda española<sup>2</sup> se lleva a cabo con las emisiones vivas de renta fija al cierre de cada trimestre. El número de emisiones de las que

se disponía de información con ISIN se ha situado en torno a 3.350 cada trimestre y de ellas se analizan regularmente las emisiones de las que se dispone de calificación crediticia (aproximadamente un 95 % del total de deuda con ISIN). Tal y como se observa en el cuadro R5.1, se produjo un aumento considerable del saldo vivo de deuda con calificación entre marzo y junio, de 1.685.262 millones de euros a 1.777.151 millones de euros, como respuesta a las necesidades de liquidez en el contexto de la crisis y aprovechando los bajos tipos de interés. También se registró un aumento en septiembre, hasta 1.795.335 millones de euros, seguido de una ligera disminución hasta 1.769.732 millones de euros en diciembre, sobre todo debido a la amortización de algunos activos de deuda de alta calidad crediticia.

Este análisis pone de manifiesto que las emisiones de renta fija española analizadas tienen en su mayoría la consideración de grado de inversión —*investment grade*— (con calificación BBB o superior), pues las que gozan de esta calificación suponen como promedio para el periodo de análisis un 96,5 % del total de las emisiones para las que se ha obtenido *rating*. Este porcentaje se ha mantenido bastante estable durante el año, aunque en el último trimestre disminuyó ligeramente y se situó en el 96,3 %. Este retroceso se explica casi en su totalidad por la reducción de los valores con calificación A y AA (debido a la amortización de deuda de la Administración central en el primer caso y a la de instituciones financieras monetarias y no monetarias en el segundo).

#### Saldo en circulación de valores de renta fija española con *rating* obtenido

CUADRO R5.1

	31-mar.	30-jun.	30-sep.	31-dic.
<i>Rating</i>	1.685.262	1.777.151	1.795.335	1.769.732
AAA	12.179	11.685	11.145	9.353
AA	276.236	292.270	290.104	281.901
A	1.189.536	1.248.205	1.264.816	1.248.997
BBB	148.936	164.487	167.247	163.751
BB	35.107	36.240	35.990	39.849
B	11.383	11.691	12.819	12.660
CCC	4.897	4.988	5.081	5.063
CC	3.011	3.129	3.107	3.082
C	2.338	2.229	2.807	2.863
D	1.637	2.227	2.220	2.213
<b>Pro memoria</b>				
BBB	148.936	164.487	167.247	163.751
BBB+	28.245	40.088	37.664	37.454
BBB	65.942	45.720	48.097	47.652
BBB-	54.749	78.679	81.486	78.646
Sin dato de <i>rating</i>	92.994	93.148	90.947	114.035

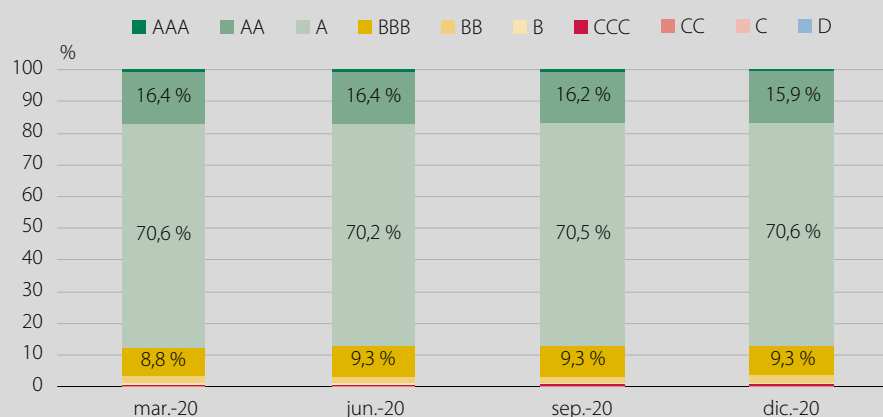
Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

Cabe destacar que la calificación con un mayor volumen de saldo en circulación es el *rating* A (70,5 % de media en el año sobre el total en circulación con *rating*), puesto que engloba las emisiones de deuda del Estado, tanto a corto como a largo plazo (véase gráfico R5.1). De marzo a junio se produjo un ligero

aumento de la importancia del saldo de deuda BBB, desde el 8,8 % hasta el 9,3 %, valor en el que se mantuvo hasta finalizar el ejercicio. Por tanto, aunque la mayor parte de la deuda española continúa siendo de alta calidad, se registró una leve recomposición dentro de este grupo hacia activos de menor calidad crediticia, que se mantiene desde entonces.

Rating valores de renta fija española (% sobre el saldo vivo)

GRÁFICO R5.1



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

Como consecuencia de esta evolución es importante analizar el grupo de deuda BBB y, específicamente dentro de este, aquellas emisiones que teniendo grado de inversión se sitúan en el escalón previo a ser consideradas como *high yield* (nivel BBB- para Fitch y S&P o Baa3 para Moody's). Pues bien, como se observa en el cuadro R5.1, el importe de la deuda BBB- aumentó de marzo a junio desde los 54.749 millones de euros hasta los 78.679 millones (casi 24.000 millones de euros más), debido, sobre todo, a las rebajas en los *ratings* de bonos de la Comunidad de Madrid, así como en los de distintas emisiones de instituciones financieras monetarias y de sociedades no financieras. Con posterioridad, las variaciones del saldo vivo de deuda BBB- fueron mucho menos acusadas: entre junio y septiembre fue algo superior a los 2.807 millones de euros y se debió a la rebaja de la calificación crediticia de distintos activos emitidos por la comunidad autónoma de Canarias y por entidades del sector financiero, así como por las nuevas emisiones a las que se les asignó esta calificación. En el último trimestre del año, este saldo incluso disminuyó (2.840 millones de euros), fruto del gran volumen de amortizaciones experimentado y de un menor ritmo de emisiones con *rating* BBB-, ya que en este periodo de tiempo no hubo rebajas de la calificación crediticia de este tipo de emisiones. En relación con el total de deuda BBB (que incluye BBB+, BBB y BBB-), la deuda BBB- se incrementó desde el 37 % en marzo hasta el 48 % en junio, proporción en la que se mantuvo hasta finalizar el año. En relación con el total de deuda, el aumento fue desde el 3,2 % hasta el 4,4 %.

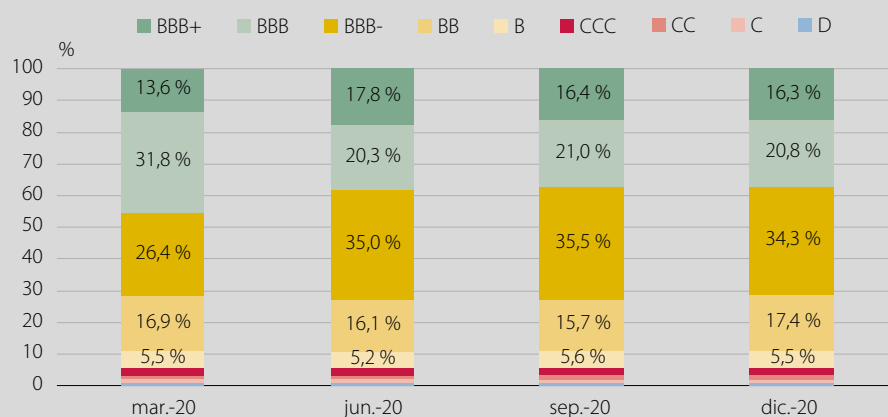
El incremento del saldo de deuda BBB- entre marzo y junio hizo que desde este último mes el tamaño de esta deuda fuera superior al de las emisiones *high yield*. A pesar de que esta diferencia se redujo levemente en el último trimestre del año es importante tener presente que, con esta evolución, en el caso de producirse una rebaja masiva de calificaciones crediticias, existiría la posibilidad de que el mercado de deuda *high yield* no pudiera absorber sin

dificultades el importe de deuda BBB- rebajado. En cualquier caso, esta cuestión podría tener menos relevancia si se concibe el mercado de deuda de referencia a escala europea y no estrictamente doméstica.

Con respecto a la proporción de deuda *high yield*, cabe mencionar que tras permanecer estable durante la mayor parte del año (en torno al 3,5 % del total en circulación), se incrementó ligeramente hasta el 3,7 % en el último trimestre de 2020 debido a la emisión de nuevos activos con calificación BB (*high yield*), ya que no ha habido rebajas en las calificaciones de activos hacia este grupo de deuda. Estas emisiones fueron en su mayoría hechas por sociedades no financieras (el 80,5 %), concretamente dos emisiones de bonos de Cellnex Telecom (por un valor total de 2.500 millones de euros) y una emisión de bonos y otra de obligaciones de El Corte Inglés (1.200 millones de euros).

### Valores de renta fija española con *rating* BBB o inferior (% sobre el saldo vivo)

GRÁFICO R5.2



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

En conclusión, si bien el análisis identifica en los primeros meses de la crisis un cierto aumento de las rebajas de los *ratings* de la deuda española en determinados emisores y sectores, no se puede deducir que estas sean significativas ni generalizadas. Así lo muestra la estabilidad del elevado porcentaje de deuda de alta calidad (*investment grade*), aunque con una cierta recomposición dentro de este grupo hacia los niveles de *rating* más bajos. Por tanto, no se observa un deterioro destacable de la calidad crediticia de los emisores españoles en el contexto de la crisis, aunque cabe destacar que esta medida no contempla la evolución de muchas compañías de menor tamaño (que no disponen de calificación crediticia).

- 1 Véase Cambón Murcia, M.I. y Gordillo Santos, J.A. (2020). «Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19». *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 93-121. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_III\\_2020\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2020_web.pdf)
- 2 A los efectos del estudio mencionado, se considera deuda española aquella emitida por un emisor de nacionalidad española o una entidad que pertenezca a un grupo cuya matriz sea española, aunque las emisiones se hayan realizado en el exterior.

## 2.2.2 Deuda pública

La política monetaria ultraexpansiva impulsada por el BCE a partir de marzo de 2020 para afrontar la crisis económica derivada de la pandemia del COVID-19 contribuyó a atajar las tensiones producidas en el mercado de deuda y el consiguiente repunte de los tipos de interés en las primeras semanas de la crisis. Como se ha comentado anteriormente, las medidas fueron aumentando en duración y alcance a lo largo de todo el año, y permitieron que los tipos de interés no solo retornaran a los niveles mínimos previos a la crisis, sino que cerraran el año marcando nuevos mínimos históricos en muchos casos.

Así, la rentabilidad de la deuda pública finalizó el ejercicio con bajadas respecto al nivel de cierre de 2019 en todos los plazos, con lo que enlaza seis ejercicios consecutivos de caídas. La mayoría de las referencias mostraron rendimientos en terreno negativo, que se extendieron hasta el plazo de 10 años durante algunos días de diciembre, aunque finalmente acabaron el ejercicio en positivo (0,05 %). La rentabilidad más baja correspondió a las letras a 3 meses (-0,7 %), y las mayores caídas en el año se registraron en el plazo de 5 años, que pasó del -0,06 % al -0,42 %, y en el de 10 años (del 0,45 % al 0,05 %).

### Tipos de interés de la deuda pública<sup>1</sup>

CUADRO 2.2.2

%	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20
<b>Letras del Tesoro</b>				
3 meses	-0,62	-0,50	-0,58	-0,70
6 meses	-0,45	-0,41	-0,47	-0,59
12 meses	-0,42	-0,33	-0,48	-0,63
<b>Deuda pública a medio y largo plazo</b>				
3 años	-0,09	-0,04	-0,29	-0,53
5 años	0,31	0,44	-0,06	-0,42
10 años	1,46	1,43	0,45	0,05

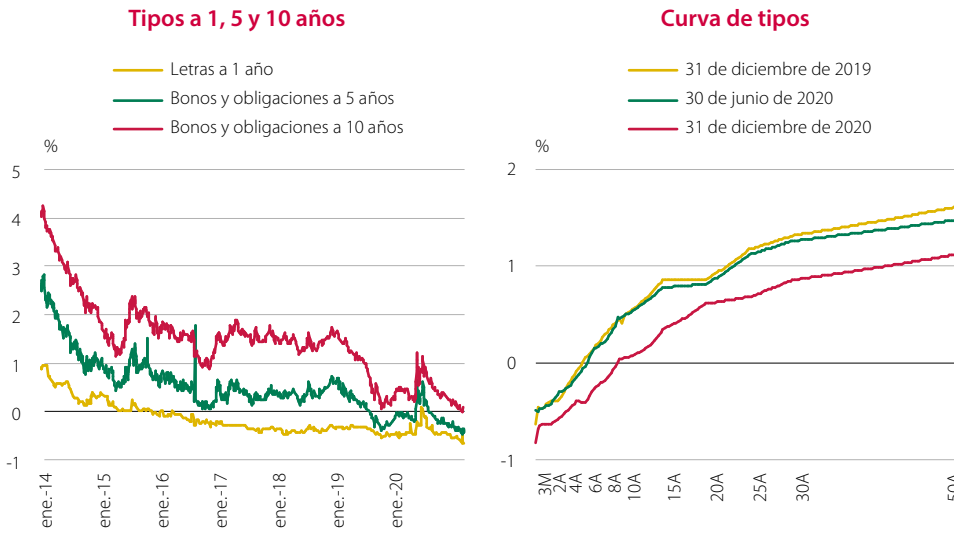
Fuente: Refinitiv Datastream. (1) Promedio mensual de datos diarios.

Esta caída de los tipos de interés en todos los plazos se ilustra en el desplazamiento de la curva de tipos de la deuda pública, que se produjo fundamentalmente en la segunda mitad del año. Como se observa en el gráfico 2.2.1 la curva a finales de 2020 muestra un desplazamiento significativo y hacia abajo respecto a la observada en diciembre de 2019. Debido a la elección de las fechas de las curvas representadas (cierres de semestre) no se aprecia el repunte de rentabilidad comentado, que se produjo en marzo y abril, en los primeros momentos de la crisis, antes de que empezaran a surtir sus efectos las medidas puestas en marcha por el BCE.

## Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 2.2.1

Los mercados de valores  
y sus agentes  
Mercados y emisores

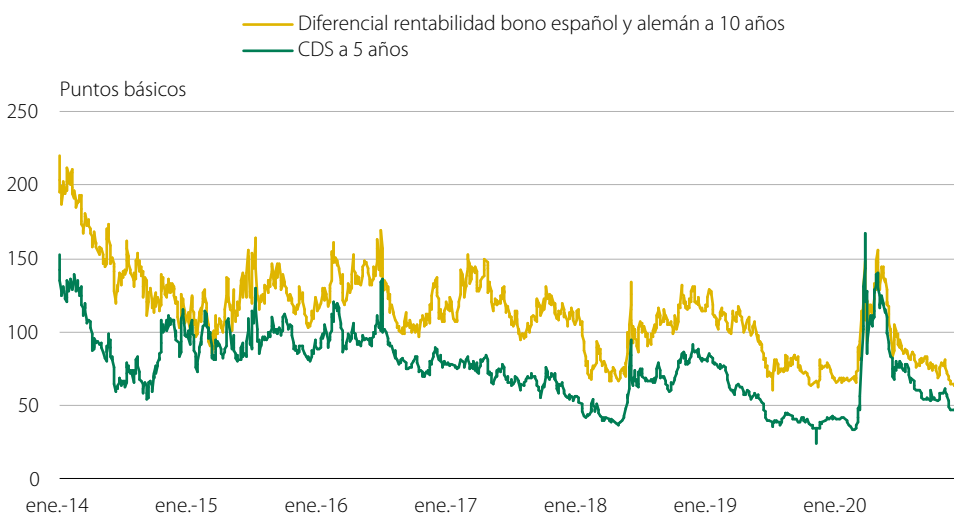


Fuente: Refinitiv Datastream y Bloomberg.

La prima de riesgo soberano —medida como la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán a 10 años— aumentó de forma brusca en los primeros momentos de la crisis, hasta alcanzar un máximo en abril de 156 puntos básicos (p.b.). A partir de entonces se fue moderando y finalizó el año en niveles similares a los anteriores a la crisis: 63 p.b. al cierre de 2020 frente a 66 p.b. al cierre de 2019 (véase gráfico 2.2.2). Asimismo, la prima de riesgo soberano estimada utilizando el CDS del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del bono subyacente— siguió la misma tendencia, repuntando inicialmente de forma más acentuada hasta alcanzar un máximo de 167 p.b. en marzo y disminuyendo progresivamente a lo largo del último semestre, para situarse al cierre de 2020 en 43 p.b., un nivel similar al de finales del año anterior (41 p.b.).

## Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 2.2.2



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

### 2.2.2.1 Mercado primario

El volumen de emisiones brutas registradas por las Administraciones públicas (AA. PP.) alcanzó los 275.492 millones de euros durante 2020, lo que supone un aumento significativo, del 36,9 %, con respecto a las emisiones brutas de 2019. El Estado fue, como en años anteriores, el principal emisor de las AA. PP., con un volumen total bruto de 269.098 millones de euros, a gran distancia de las comunidades autónomas, que emitieron 6.394 millones de euros. Las corporaciones locales, al igual que en ejercicios previos, no realizaron emisiones en 2020. El Estado proporciona financiación tanto a las comunidades autónomas como a las entidades locales a través de distintos mecanismos como el Fondo para la Financiación a las Comunidades Autónomas o el Fondo para la Financiación de Entidades Locales, lo que explica el reducido recurso de estas entidades, autonómicas o locales, a la financiación directa en los mercados.

#### Emisiones brutas de las Administraciones públicas

CUADRO 2.2.3

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2020	% var. 20/19
<b>Estado</b>	<b>236.506</b>	<b>215.702</b>	<b>194.322</b>	<b>269.098</b>	<b>38,5</b>
Corto plazo	94.439	80.984	71.897	90.808	26,3
Largo plazo	142.067	134.717	122.425	178.290	45,6
<b>Comunidades autónomas</b>	<b>5.305</b>	<b>3.718</b>	<b>6.845</b>	<b>6.394</b>	<b>-6,6</b>
Corto plazo	532	452	541	878	62,2
Largo plazo	4.774	3.266	6.304	5.516	-12,5
<b>Corporaciones locales</b>	<b>56</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
Corto plazo	0	0	0	0	-
Largo plazo	56	0	0	0	-
<b>Total AA. PP.</b>	<b>241.868</b>	<b>219.420</b>	<b>201.167</b>	<b>275.492</b>	<b>36,9</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Si bien el incremento de las emisiones fue considerable en términos brutos (36,9 %), este fue mucho más acentuado en términos netos (véase cuadro 2.2.2.), con una cifra (97.958 millones de euros) que quintuplica con creces la cifra del año anterior (18.765 millones de euros). Las mayores necesidades de financiación derivadas de las medidas puestas en marcha para afrontar la crisis del COVID-19 junto con el leve descenso de los vencimientos explicarían esta evolución. Es necesario remontarse a 2009, al inicio de la crisis financiera, para encontrar una cifra de emisiones netas más elevada.

Por otro lado, en 2020 crecieron con más intensidad las emisiones del Estado a largo plazo respecto a las de corto plazo, lo que permitió continuar la tendencia de los últimos años de alargamiento de la vida media de la deuda pública en circulación, que pasó de 7,55 años a finales de 2019 a 7,75 al cierre de 2020.

### 2.2.2.2 Mercado secundario

La normativa MiFID II entró en vigor a principios de 2018. Uno de sus objetivos es atraer la negociación hacia entornos de contratación multilaterales sujetos a reglas



de negociación organizadas y transparentes, en detrimento de la operativa bilateral OTC. Tal y como reconoce la propia MiFID II, los sistemas multilaterales operan de acuerdo con tres posibilidades: mercados regulados, SMN y SOC. La operativa bilateral se puede bien canalizar a través de internalizadores sistemáticos (IS) o bien tener carácter estrictamente OTC.

Como resultado de los cambios introducidos por la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico de esta normativa europea sobre mercados de valores (MiFID II y MiFIR), el mercado de renta fija AIAF pasó a asumir el papel de mercado de referencia para la deuda pública española, en sustitución del mercado de deuda pública anotada. AIAF, como mercado regulado de renta fija adaptado a la normativa MiFID II, amplió en 2018 su ámbito de actuación al admitir a cotización emisiones de deuda soberana de otros países como Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria, Portugal e Irlanda y las del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Además de en el propio AIAF, la deuda pública española se negocia en el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF), 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 los compromisos de liquidez asumidos por estos.

Por último, hasta la fecha se han autorizado en España dos SOC: CAPI OTF y CIMD OTF, en los que, entre otros, se negocian valores de deuda pública española. En 2020, cabe destacar, además, el inicio de actividad en octubre de un nuevo SMN, Dowgate, operado por una sociedad de valores.

Como se observa en el siguiente cuadro, la negociación de la deuda pública emitida en España en los dos SOC españoles ganó cuota de mercado respecto del mercado regulado AIAF y respecto de SENAF, con incrementos de la negociación del 41,4 % en el caso de CAPI y del 10,8 % en el de CIMD. Estas subidas contrastan con la reducción del volumen de negociación en AIAF (-5,9 %) y en SENAF (-19,9 %). Como consecuencia de esta evolución divergente, el volumen conjunto de negociación de deuda pública emitida en España en los SOC españoles alcanzó los 464.676 millones de euros, el doble de la negociación conjunta de AIAF y SENAF (232.140 millones). La negociación de deuda pública del nuevo SMN en el corto periodo de tiempo en que operó en 2020 fue de 1.090 millones, en su mayor parte deuda extranjera.

## Contratación total de deuda pública<sup>1</sup> en centros de negociación españoles

CUADRO 2.2.4

Importes nominales en millones de euros

Centro	Lugar de emisión de la deuda	2019	2020	% var. 20/19
AIAF	Total	158.531	140.339	-11,5
	En España	118.503	111.454	-5,9
	En el exterior	40.028	28.885	-27,8
<b>SMN</b>				
SENAF		150.623	120.686	-19,9
Dowgate	Total		1.090,1	-
	En España		73,1	-
	En el exterior		1.017,0	-
<b>SOC<sup>2</sup></b>				
CAPI	Total	139.548	180.150	29,1
	En España	120.900	170.940	41,4
	En el exterior <sup>3</sup>	18.648	9.210	-50,6
CIMD	Total	340.927	370.596	8,7
	En España	265.014	293.736	10,8
	En el exterior	75.913	76.860	1,2

Fuente: CNMV. (1) Este cuadro presenta la contratación total de activos de deuda pública que se efectúa en centros de negociación españoles con independencia de la nacionalidad del emisor e incluye emisiones realizadas en España y en el exterior. (2) Sistema organizado de contratación. (3) De los importes negociados en 2019 y 2020, 30 millones de euros y 25,9 millones, respectivamente, corresponden a deuda emitida por emisores españoles en el exterior.

La cifra total de negociación de deuda pública española —que incluye, además de la ejecutada a través de los centros de negociación españoles del cuadro 2.2.4., la de otros centros de negociación extranjeros así como la negociación bilateral y OTC— descendió un 15,9 % en 2020, hasta situarse en 3,1 billones de euros (3,7 billones de euros en 2019, véase cuadro 2.2.5.). Estas cifras no consideran ni las operaciones simultáneas ni los repos y suponen alrededor del triple del volumen de deuda pública española en circulación (1,1 billones).

Por tipo de instrumento, el mayor retroceso (del 59,3 %) se produjo en los valores segregados, aunque su volumen de negociación es poco relevante, 7.267 millones, seguidos de las Letras del Tesoro, que registraron una caída del volumen de negociación del 23,1 %, hasta los 318.676 millones. Por último, la negociación de los bonos y obligaciones no segregados descendió un 14,7 %, hasta los 2,8 billones de euros.

Al contrastar los volúmenes de deuda negociados en centros de negociación españoles (véase cuadro 2.2.4) con las cifras globales de negociación de deuda pública española, se deduce que las transacciones de deuda pública españolas ejecutadas a través de los centros de negociación nacionales (696.816 millones de euros) representaron el 22,5 % de la negociación total de deuda pública en 2020. Esto implica un cierto incremento de su cuota de mercado respecto a 2019, ejercicio en el que los centros de negociación españoles intermediaron el 17,8 % del total.

## Deuda del Estado. Detalle de la negociación en el conjunto del mercado por tipo de instrumento y operativa<sup>1</sup>

CUADRO 2.2.5

Los mercados de valores  
y sus agentes  
Mercados y emisores

Importes en millones de euros

	2019	2020	% var. 20/19
<b>Letras del Tesoro</b>	<b>414.396</b>	<b>318.676</b>	<b>-23,1</b>
Contado	412.731	316.459	-23,3
Plazo	1.665	2.217	33,2
<b>Bonos y obligaciones del Estado no segregados</b>	<b>3.249.497</b>	<b>2.771.733</b>	<b>-14,7</b>
Contado	3.205.979	2.696.745	-15,9
Plazo	43.519	74.987	72,3
<b>Principales y cupones del Estado segregados</b>	<b>17.863</b>	<b>7.267</b>	<b>-59,3</b>
Contado	16.620	7.258	-56,3
Plazo	1.243	9	-99,2
<b>Total</b>	<b>3.681.756</b>	<b>3.097.676</b>	<b>-15,9</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia. (1) No incluye operaciones simultáneas ni repos.

### 2.2.3 Renta fija privada

En 2020 el rendimiento de los activos de renta fija privada mostró, como en 2019, una tendencia divergente entre el corto y el largo plazo, con una rentabilidad creciente en los plazos más cortos y decreciente en los más largos. Este comportamiento atípico se explica por el reducido tamaño de la muestra de activos a corto plazo, constituida por pagarés de empresa. Las características de las empresas emisoras (tamaño y calidad crediticia) justifican el rendimiento medio de los pagarés en el momento de su emisión: 0,49 % en la referencia a 3 meses, 0,55 % a 6 meses y 1,44 % a 12 meses. Estos valores son entre 3 y 73 p.b. superiores a los de finales de 2019.

Por su parte, la rentabilidad de los activos a medio y largo plazo evolucionó de forma paralela similar al rendimiento de la deuda pública, presentando descensos en la segunda mitad del año por los efectos de las compras de deuda corporativa del BCE. Así, el rendimiento de la deuda a 3 y 5 años entró en terreno negativo a finales de año, con valores de -0,2 % y -0,13 % respectivamente. En el plazo de 10 años el rendimiento de la deuda se situó en el 0,41 %. Estas cifras implican una prima de riesgo respecto a la deuda pública de entre 29 y 36 p.b. dependiendo del plazo. En el conjunto del año el descenso del rendimiento de la deuda privada fue parecido en los diferentes plazos, situándose entre 36 y 39 p.b.

## Tipos de interés de la renta fija privada

CUADRO 2.2.6

%				
	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20
<b>Corto plazo (pagarés de empresa<sup>1</sup>)</b>				
3 meses	0,39	0,24	0,20	0,49
6 meses	0,26	0,19	0,52	0,55
12 meses	0,19	0,07	0,71	1,44
<b>Medio y largo plazo<sup>2</sup></b>				
3 años	0,44	0,67	0,20	-0,20
5 años	0,41	0,55	0,23	-0,13
10 años	1,16	1,52	0,79	0,41

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

La evolución de las primas de riesgo de los subsectores privados, calculada a partir de la cotización media de sus CDS, experimentó un importante repunte en los momentos iniciales de la crisis, alcanzando unos valores máximos en el mes de marzo de 142 p.b. para el subsector de entidades financieras y de 126 p.b. en los emisores no financieros. Durante la segunda mitad del año, las primas mostraron descensos prácticamente en paralelo en ambos subsectores y cerraron el ejercicio en 76 p.b. y 59 p.b., respectivamente. Como se observa en el gráfico 2.2.3., los niveles medios de los CDS a finales de 2020 eran ligeramente superiores, aunque muy similares, a los del cierre de 2019: 65 p.b. para los emisores financieros y 52 p.b. para los no financieros.

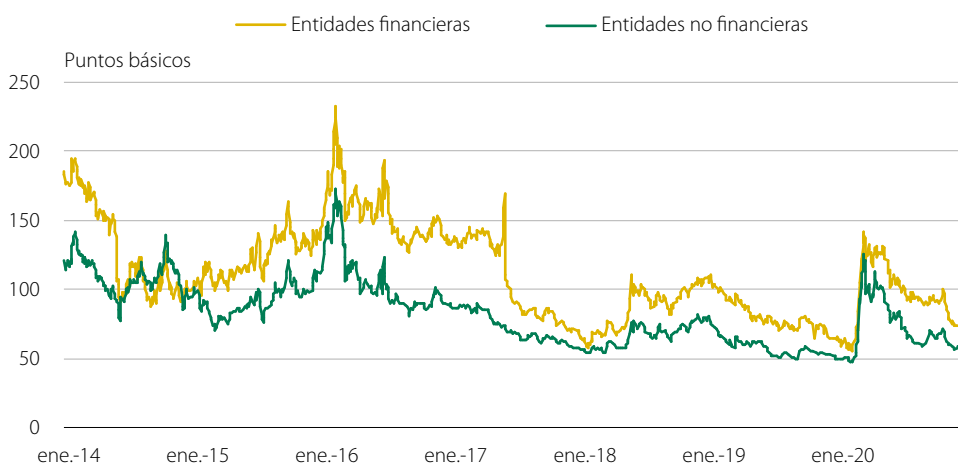
A pesar de la incertidumbre a la que se enfrentan las entidades, la prima media de los CDS de los bancos se vio favorecida positivamente por las diferentes medidas adoptadas por el BCE<sup>42</sup>: compras de deuda<sup>43</sup>, ampliación hasta 2022 de la tercera ronda de financiación (TLTRO III) y ofrecimiento de cuatro operaciones de financiación de emergencia a un plazo más largo frente a la pandemia (PELTRO) durante 2021. Todas estas medidas reforzaron la liquidez del sector financiero y permitieron el descenso de las primas de riesgo en la segunda parte del año. En el caso de las compañías no financieras, estas también siguieron beneficiándose de la ampliación del programa de compras<sup>44</sup> del BCE, lo que favoreció el mantenimiento del coste de su financiación en niveles bajos.

En definitiva, la política monetaria desplegada por el BCE contribuyó de forma efectiva al mantenimiento de las rentabilidades de la renta fija privada a largo plazo así como de las primas de riesgo en niveles muy reducidos.

42 Véase recuadro 1 para un mayor detalle.

43 El programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) acumulaba hasta el 31 de diciembre compras por importe de 29.497 millones de euros, de los cuales más del 57 % fue adquirido en el mercado primario. Por su parte, el programa de compras de cédulas hipotecarias (CBPP3) acumulaba en la misma fecha compras por valor de 287.545 millones de euros, de los que más del 36 % fue adquirido en el mercado primario. Además, como parte del programa PEPP el BCE tenía un saldo de 3.123 millones de euros en cédulas hipotecarias.

44 Este programa de compras incluye deuda corporativa (denominado CSPP, por sus siglas en inglés) y se ha extendido a todos los emisores que cumplen las condiciones del programa (rating mínimo BBB-). Este programa acumulaba a 31 de diciembre un volumen de compras de 250.403 millones de euros, de los cuales el 21 % fue adquirido en el mercado primario. Además, en el seno del programa PEPP, el BCE acumulaba a finales de noviembre 20.418 millones en deuda corporativa y 31.988 millones en pagarés.



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

### 2.2.3.1 Mercado primario

En 2020 se produjo un repunte importante en las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV. Así, tras 3 años de tendencia decreciente, el volumen de emisiones brutas se situó en 132.121 millones de euros, lo que supone un incremento notable (del 46,6 %) respecto a las emisiones registradas en 2019 (90.165 millones de euros). Las necesidades de financiación originadas por la crisis del COVID-19 en un entorno de tipos de interés en mínimos históricos y la reorientación de las emisiones hacia activos como las titulizaciones, que pueden servir para obtener financiación del Eurosistema, explican el importante avance de las emisiones en el ejercicio. Este último factor también explicaría el aumento de las emisiones registradas en la CNMV en detrimento de las realizadas en el exterior, que suelen orientarse hacia bonos simples. En este sentido, las emisiones en el exterior de los emisores españoles disminuyeron un 10 % en 2020, al pasar de 100.321 millones en 2019 a 90.201 millones de euros, lo que interrumpió la tendencia creciente de los últimos años. Por su parte, las emisiones de las filiales en el exterior de emisores españoles también experimentaron un descenso notable en 2020, del 23,4 %, con un volumen de 70.741 millones de euros, frente a los 92.342 millones de 2019.

Por lo que se refiere a las emisiones registradas en la CNMV, el incremento se repartió de forma uniforme entre las emisiones a corto plazo de pagarés, que sumaron 22.301 millones de euros, con un aumento del 47,7 % respecto a las registradas en 2019, y las emisiones a largo plazo, que totalizaron 109.820 millones de euros, con un incremento del 46,2 %. Dentro de las emisiones a largo plazo, destacó el crecimiento de las cédulas territoriales, cuyo importe se multiplicó por 6, hasta alcanzar los 9.150 millones (1.300 millones en 2019) y el de los bonos de titulización de activos, que prácticamente doblaron el importe emitido en 2019 hasta alcanzar los 36.281 millones. Dentro de esta categoría, atendiendo a los activos titulizados, los activos hipotecarios fueron los que más crecieron, al pasar de 3.025 millones en 2019 a 19.700 en 2020, seguidos de los créditos al consumo y los destinados a la compra de automóviles, aunque estos últimos con importes más moderados: 6.430 millones y 4.657 millones de euros respectivamente. Por el contrario, las emisiones de bonos de titulización de créditos a pymes (2.550 millones de euros) representaron menos de la mitad de lo emitido en 2019 (5.600 millones). Una posible

explicación de esta evolución podría ser el aumento de la financiación a pymes a través de los créditos ICO avalados por el Estado.

Siguiendo con las emisiones a largo plazo registradas en la CNMV, se observaron incrementos de menor cuantía en los bonos no convertibles, cuyas emisiones se situaron por encima de los 33.400 millones de euros a 31 de diciembre (29.606 millones en 2019). Al igual que en los últimos ejercicios, una parte considerable de estas emisiones fueron realizadas por la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB). Estas ascendieron a 27.867 millones en 2020 (20.505 millones en 2019).

Por último, las emisiones de cédulas hipotecarias se mantuvieron en niveles prácticamente idénticos a los de 2019, al sumar algo más de 22.900 millones de euros.

### Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos CUADRO 2.2.7

Importes nominales en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>A largo plazo</b>	<b>116.068</b>	<b>91.576</b>	<b>86.206</b>	<b>75.080</b>	<b>109.820</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	40.170	30.006	35.836	29.606	33.412
De deuda subordinada	512	1.550	500	950	500
Bonos y obligaciones convertibles	0	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	31.643	29.824	26.575	22.933	22.960
Cédulas territoriales	7.250	350	2.800	1.300	9.150
Bonos de titulación	35.505	29.415	18.145	18.741	36.281
De activos (BTA)	35.505	29.415	18.145	18.741	36.281
Hipotecarios (BTH <sup>1</sup> )	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	1.000	2.850	1.000	1.750
Otras emisiones	1.500	981	0	1.500	6.266
<b>A corto plazo<sup>2</sup></b>	<b>22.960</b>	<b>17.911</b>	<b>15.089</b>	<b>15.085</b>	<b>22.301</b>
Pagarés de empresa	22.960	17.911	15.089	15.085	22.301
De titulación de activos	1.880	1.800	240	0	0
<b>Total</b>	<b>139.028</b>	<b>109.487</b>	<b>101.295</b>	<b>90.165</b>	<b>132.121</b>

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

El análisis de las emisiones registradas en la CNMV por sectores revela que las efectuadas por las instituciones financieras ascendieron a 114.128 millones de euros en 2020, lo que supone un 42 % más que en 2019 y el 86,4 % de las emisiones totales. Su importancia relativa sigue siendo muy alta, a pesar de acumular varios años de ligeros descensos (en 2017 concentraban el 96,2 % del total). Por su parte, las emisiones de deuda de las sociedades no financieras se situaron en 16.792 millones de euros, muy por encima de los 9.741 millones de euros de 2019.

Por último, la captación de fondos en el exterior, tanto por parte de los propios emisores españoles como de las filiales de compañías españolas en el exterior se redujo en 2020 un 10 % y un 23,4 %, respectivamente. Así, los emisores españoles emitieron en el exterior un volumen de deuda de 90.201 millones de euros, repartido entre 46.122 millones en emisiones a largo plazo y 44.078 millones en pagarés. La reducción en ambos plazos respecto a 2019 fue similar, alrededor del 10 %. Las emisiones

efectuadas por las instituciones financieras fueron algo superiores a los 60.000 millones de euros y las de las sociedades no financieras fueron cercanas a los 30.000 millones. Por su parte, las emisiones de las filiales en el exterior de empresas españolas ascendieron a 70.741 millones de euros en 2020, distribuidas entre instituciones financieras (42.063 millones) y no financieros (28.678 millones). Estos volúmenes suponen una disminución del 23,4 % respecto al importe de 2019: 26,8 % en las instituciones financieras y 17,8 % en las sociedades no financieras.

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

CUADRO 2.2.8

Importes nominales en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>A largo plazo</b>	<b>31.655</b>	<b>61.125</b>	<b>36.913</b>	<b>53.234</b>	<b>46.122</b>
Participaciones preferentes	1.200	5.844	2.000	3.070	1.850
Obligaciones subordinadas	2.333	5.399	2.250	1.755	0
Bonos y obligaciones	28.122	49.882	32.663	48.409	44.272
Bonos de titulización	0	0	0	0	0
<b>A corto plazo</b>	<b>26.932</b>	<b>23.646</b>	<b>50.933</b>	<b>47.087</b>	<b>44.078</b>
Pagarés de empresa	26.932	23.646	50.933	47.087	44.078
De titulización de activos	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>58.587</b>	<b>84.771</b>	<b>87.846</b>	<b>100.321</b>	<b>90.201</b>
<b>Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>					
Instituciones financieras	11.427	19.459	43.549	57.449	42.063
Sociedades no financieras	45.247	45.361	49.051	34.893	28.678
<b>Total</b>	<b>56.674</b>	<b>64.820</b>	<b>92.600</b>	<b>92.342</b>	<b>70.741</b>

Fuente: Banco de España.

Por último, las emisiones de deuda efectuadas en el MARF se situaron en 9.584 millones de euros en 2020, lo que supone un descenso del 7 % respecto a las cifras de 2019 (10.348 millones), ello a pesar de que un volumen aproximado del 40 % contó con el aval del Estado. La mayor parte de las emisiones en el MARF correspondió a emisiones de pagarés (90 %) realizadas por 62 entidades (2 más que en 2019), entre las que se encuentran compañías como El Corte Inglés, MásMóvil, Grupo Barceló o Sacyr. Las emisiones a largo plazo representaron alrededor del 10 % (994,5 millones de euros).

### Admisión en el MARF<sup>1</sup>

CUADRO 2.2.9

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2020
Bonos y obligaciones no convertibles	75,8	365,0	303,1	445,3
Bonos de titulización	242,5	234,1	363,5	199,2
Cédulas hipotecarias	0	0	0	350
Participaciones preferentes	0	0	82	0
Pagarés	3.651,6	5.759,6	9.599,0	8.589,5
<b>Total</b>	<b>3.969,9</b>	<b>6.358,7</b>	<b>10.347,6</b>	<b>9.584,0</b>
<b>Número de misores</b>	<b>31</b>	<b>40</b>	<b>58</b>	<b>62</b>

Fuente: CNMV. (1) Operaciones no registradas en la CNMV.

### 2.2.3.2 Mercado secundario

En 2020 el volumen total de negociación de activos de renta fija privada española se mantuvo en niveles similares a los de 2019, algo más de 416.000 millones de euros (véase cuadro 2.2.10). El volumen negociado estrictamente OTC se redujo un 8,8 %, hasta alcanzar los 157.323 millones de euros. Este volumen representa un 37,8 % del volumen total negociado, por debajo del 52,2 % en 2018 y el 41,5 % en 2019. Esta tendencia a la baja podría avalar parcialmente el cumplimiento del objetivo de MiFID II, al haberse reducido progresivamente el peso de la contratación estrictamente OTC desde su entrada en vigor. Sin embargo, es preciso matizar este punto, teniendo en cuenta que otras modalidades de negociación realizadas sin estar sujetas a reglas de mercado, como la de los internalizadores sistemáticos, han experimentado un aumento notable.

En el cuadro 2.2.10 se identifican, ordenados de mayor a menor volumen, los siete mayores sistemas de negociación de renta fija privada española en 2020. Los cuatro primeros son plataformas (SMN europeos) cuya cuota conjunta se situó en 2020 prácticamente en un valor similar al de 2019, un 30 %. Dentro de ellas, destacó el trasvase producido entre la negociación en Bloomberg Trading Facility Limited, con sede en Londres, y Bloomberg Trading Facility B.V., con sede en Holanda, una evolución relacionada con el *brexít*.

Por otro lado, cabe señalar el fuerte incremento de la negociación a través de los internalizadores sistemáticos españoles, especialmente de Banco Santander I.S., que prácticamente quintuplicó en 2020 el volumen negociado en 2019, hasta los 11.196 millones de euros. BBVA I.S. también experimentó un incremento considerable, aunque más moderado, del 48 %, con un volumen negociado que ascendió a 10.822 millones. Estos avances dieron lugar a un aumento de la cuota de mercado de los dos internalizadores españoles, aunque su nivel es reducido (cerca del 5 % de la negociación total entre los dos).

#### Contratación total de instrumentos de renta fija privada emitidos por sociedades españolas<sup>1</sup>

CUADRO 2.2.10

Importes en millones de euros

	2019	2020	% var. 20/19
Negociación bilateral (OTC)	172.581	157.323	-8,8
Bloomberg Trading Facility Limited (SMN)	96.873	81.937	-15,4
Bloomberg Trading Facility B.V. (SMN)	2.026	16.352	707,1
Marketaxess Europe Limited (SMN)	12.342	13.426	8,8
Tradeweb Europe Limited (SMN)	16.973	13.412	-21,0
Banco Santander, S. A. – Systematic Internaliser	2.439	11.196	359,0
BBVA, S. A. - Systematic Internaliser	7.308	10.822	48,1
HSBC - Systematic Internaliser	10.073	9.897	-1,7
Otros centros de negociación <sup>2</sup>	95.480	102.187	7,0
<b>Total</b>	<b>416.095</b>	<b>416.553</b>	<b>0,1</b>

Fuente: CNMV. (1) Datos estimados a partir de la información contenida en el TR (*Transaction Reporting*). Incluye activos de renta fija privada emitidos por sociedades españolas tanto en España como en el exterior. (2) Este epígrafe recoge la suma de los volúmenes negociados en otros sistemas de negociación distintos de los identificados, bien sean mercados regulados (entre ellos, AIAF en el caso español), otros sistemas multilaterales de negociación (entre los que se encuentra el MARF), sistemas organizados de contratación (entre ellos CAPI OTF y CIMD OTF, registrados en España) y otros internalizadores sistemáticos.



El resto de la negociación de renta fija privada, ya sea a través de mercados regulados, SMN, SOC o IS, se presenta agrupada bajo la rúbrica «otros sistemas de negociación» debido a su menor relevancia en la negociación total (menos del 2,4 % en cada uno de ellos individualmente). En su conjunto, la negociación de este grupo creció un 7 %, hasta situarse en 102.187 millones de euros en 2020. Esta cifra incluye la negociación realizada a través de los centros de negociación españoles, que es muy reducida: 170 millones de euros en el mercado regulado AIAF, 95 millones en el SOC CAPI OTF<sup>45</sup> y 2 millones en el MARF. En el cuadro 2.2.11, que presenta la evolución de la negociación en estos centros, se observa la misma tendencia que en el caso de la deuda pública, con descensos en el mercado regulado y en el SMN, y crecimientos en los SOC.

### Contratación de renta fija privada<sup>1</sup> en centros de negociación españoles

CUADRO 2.2.11

Importes nominales en millones de euros

Centro	Lugar de emisión de la deuda	2019	2020	% var. 20/19
AIAF		262	170	-34,9
MARF		5	2	-66,7
SOC <sup>2</sup>				
CAPI	Total	692	766	10,7
	En España	55	95	71,7
	En el exterior <sup>3</sup>	637	644	1,3

Fuente: CNMV, elaboración propia. (1) Este cuadro presenta la contratación total de activos de renta fija privada que se efectúa en centros de negociación españoles, con independencia de la nacionalidad del emisor, e incluye emisiones realizadas en España y en el exterior. (2) Sistema organizado de contratación. (3) De los importes negociados en 2019 y 2020, 80,6 millones de euros y 122,6 millones, respectivamente, corresponden a deuda emitida por emisores españoles en el exterior.

## 2.3 Mercados de productos derivados

La actividad en los mercados organizados españoles de productos derivados (MEFF, en el que se negocian derivados financieros, y su segmento MEFF Power, específico para derivados sobre electricidad) experimentó en 2020 un ligero retroceso en el número de contratos<sup>46</sup>, que contrastó con el crecimiento de estos mercados a nivel global. Asimismo, continuaron siendo los dos únicos SOC creados en 2018 en los que se negocian derivados, manteniéndose sus volúmenes de contratación estables en términos de número de contratos. Por otro lado, la actividad en el mercado secundario de *warrants*, que en los últimos años había presentado retrocesos continuos, volvió a crecer favorecida por el aumento de la volatilidad en los mercados, si bien el volumen de los instrumentos emitidos en el mercado primario volvió a caer, alcanzando la cifra más baja de los últimos años.

El volumen agregado de contratos de productos derivados negociados en los mercados internacionales volvió a alcanzar un nuevo récord histórico por tercer año

45 Este importe corresponde a renta fija privada emitida en España. La negociación de renta fija privada de emisores españoles emitida en el exterior se situó en 123 millones de euros en 2020.

46 En el caso de MEFF Power se observó un ligero avance del 5,2 % en términos de energía subyacente contratada.

consecutivo, al situarse en 46.767 millones de contratos (un 35,6 % más, la mayor tasa de crecimiento de los últimos ejercicios) favorecidos por el incremento de las tasas de volatilidad a nivel global. Esta expansión se extendió, de nuevo, a los dos segmentos existentes en el mercado, que alcanzaron en ambos casos su récord, con 25.545 millones de contratos (32,7 %) para los futuros y 21.221 millones para las opciones (39,3 %).

Por áreas geográficas, tuvo lugar un incremento de la negociación en todas las grandes regiones, destacando el crecimiento del número de contratos registrados en las áreas de Asia-Pacífico (38,9 %) y Latinoamérica (56,9 %), aunque Asia-Pacífico y América del Norte siguieron siendo las regiones con el mayor número de contratos registrados: 20.147 y 12.847 millones de contratos, respectivamente. En Europa la negociación creció un 11,3 %, hasta un nuevo máximo histórico de 5.601 millones de contratos, lo que representa el 12 %<sup>47</sup> del mercado mundial, 2,6 puntos porcentuales menos que en 2019. Entre los mercados europeos, siguieron destacando por su tamaño Eurex e ICE Futures Europe, aunque en ambos casos presentaron ligeros retrocesos.

### Negociación en los mercados de derivados financieros europeos

CUADRO 2.3.1

Miles de contratos

	2018	2019	2020	% var. 20/19
Eurex	1.951.763	1.947.144	1.861.416	-4,4
ICE Futures Europe	1.276.090	1.126.515	1.124.764	-0,2
Euronext	149.254	152.020	175.583	15,5
Nasdaq Exchange Nordic Markets	87.272	79.252	76.534	-3,4
London Stock Exchange Group	46.105	38.884	28.911	-25,6
MEFF	38.396	39.467	36.709	-7,0

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

#### 2.3.1 MEFF Exchange

##### Derivados financieros

El número de contratos derivados negociados en MEFF retrocedió un 7 % hasta alcanzar el volumen más bajo de la última década. Esta evolución se explica por la disminución de la negociación de los contratos sobre acciones (-7,7 %) y, en menor medida, de los contratos sobre índices (-3,5 %). Asimismo, como ha sucedido en los últimos ejercicios, a pesar de estar disponible en este mercado un contrato de futuros sobre el bono soberano español a 10 años, no se registró ninguna actividad sobre este derivado, debido a la competencia de un contrato similar en el mercado alemán Eurex<sup>48</sup>, que concentra todas las operaciones sobre este subyacente.

47 En 2018, el número de contratos negociados en Europa representaba el 17,4 % del mercado mundial.

48 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 2020 se negociaron 150.509 contratos de este tipo en ese mercado, frente a los 165.573 y 173.450 contratos de 2018 y 2019, respectivamente. (Fuente: Eurex).

Número de contratos	2017	2018	2019	2020	% var. 20/19
<b>Contratos s/ deuda</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
Futuro s/ bono a 10 años	0	0	0	0	-
<b>Contratos s/ Ibex 35</b>	<b>6.911.671</b>	<b>6.983.287</b>	<b>6.625.993</b>	<b>6.395.357</b>	<b>-3,5</b>
Futuros s/ Ibex 35 <sup>2</sup>	6.481.301	6.564.971	6.256.231	6.151.704	-1,7
Plus	6.268.290	6.342.478	5.965.905	5.905.782	-1,0
Mini <sup>2</sup>	161.886	149.023	145.489	154.351	6,1
Micro	-	-	-	-	-
Impacto dividendo	43.372	70.725	144.831	91.571	-36,8
Sectoriales	7.753	2.745	6	0	-100,0
Opciones s/ Ibex 35 <sup>2</sup>	430.370	418.315	369.762	243.653	-34,1
<b>Contratos s/ acciones</b>	<b>32.335.004</b>	<b>31.412.879</b>	<b>32.841.027</b>	<b>30.313.892</b>	<b>-7,7</b>
Futuros s/ acciones	11.671.215	10.703.1912	15.298.027	10.968.411	-28,3
Futuros s/ dividendos	346.555	471.614	758.700	130.055	-82,9
Futuros s/ dividendos plus	880	200	-	7.752	-
Opciones s/ acciones	20.316.354	20.237.873	16.784.300	19.207.674	14,4
<b>Total</b>	<b>39.246.675</b>	<b>38.396.166</b>	<b>39.467.020</b>	<b>36.709.249</b>	<b>-7,0</b>

Fuente: CNMV. (1) Las diferencias en el valor nominal de los distintos productos impide efectuar comparaciones entre ellos basadas en el número de contratos negociados; sin embargo, puede 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 Ibex 35 (se tiene en cuenta que el multiplicador del índice utilizado para calcular el valor nominal del contrato es 1 euro en los 2 primeros y 10 euros en el segundo).

En el segmento de derivados financieros sobre el Ibex 35, los contratos con mayor volumen negociado volvieron a ser los futuros sobre el Ibex 35, que retrocedieron un 1,7 % y alcanzaron su menor volumen de los últimos años, pues el crecimiento de los contratos Mini de menor tamaño (6,1 %) fue insuficiente para compensar la caída de los contratos Plus de mayor tamaño (-1 %) y de los contratos Impacto dividendo (-36,8 %). Asimismo, los contratos de opciones sobre el índice Ibex 35 retrocedieron un 34,1 %. Por otro lado, los contratos de índices sectoriales de bancos y energía —que se lanzaron al mercado en 2016— tampoco registraron ninguna actividad, acusando la competencia de contratos sectoriales similares en el mercado alemán Eurex<sup>49</sup>.

En lo que respecta a los derivados sobre acciones, su contratación retrocedió un 7,7 % en el ejercicio debido a que el crecimiento del volumen de contratos de opciones sobre acciones (14,4 %) no pudo compensar la caída del número de contratos de futuros sobre acciones (-28,3 %), que acusaron las restricciones establecidas a la operativa en corto, así como la de los futuros sobre dividendos, cuya contratación retrocedió casi un 83 %. Estos últimos, que habían mostrado importantes alzas consecutivas en los últimos ejercicios, se vieron penalizados por las incertidumbres sobre el mantenimiento del calendario de pago de dividendos<sup>50</sup> como consecuencia de

49 Eurex tiene listados una amplia gama de contratos de derivados de índices sectoriales que incluyen, entre otros, contratos sobre bancos, energía, suministros, tecnología y alimentación.

50 Numerosas empresas anunciaron cambios en su política de dividendos tanto en forma de suspensión de estos como de reducción de su importe o de modificaciones en su calendario de pagos.

la crisis. Además, la contratación siguió concentrada en un número reducido de subyacentes, especialmente en el caso de los futuros sobre acciones, donde únicamente 4 subyacentes (Banco Santander, Telefónica, BBVA e Iberdrola) representaron más del 96 % de la negociación total. En el caso de las opciones fueron necesarios 6 subyacentes (los 4 anteriores más Repsol e Inditex) para alcanzar casi el 92 % de la negociación total. Estos porcentajes son ligeramente inferiores a los del ejercicio 2019<sup>51</sup>, pero siguen reflejando un alto grado de concentración en este mercado. Por tanto, los valores que muestran una elevada negociación en derivados presentan porcentajes de actividad en este mercado sustancialmente mayores a los que les corresponderían de acuerdo con la negociación de su subyacente en los mercados secundarios. Por ejemplo, solo los contratos de futuros y opciones negociados sobre el Banco Santander representaron el 82 % y 23 % del total, respectivamente, frente al 10,7 % del total negociado que alcanzó en BME. En el caso de Telefónica estos porcentajes fueron del 9,5 % y 12 % del total en la negociación de derivados (futuros y opciones), frente al 6,3 % del total negociado en BME.

### Novedades en el segmento de derivados financieros

MEFF realizó en el mes de julio una modificación en el sistema de negociación del mercado para incluir la nueva funcionalidad de prevención a la autoejecución, también conocida como *self-match prevention*. Este sistema permite a los miembros evitar que las órdenes de compra y venta de un mismo miembro se ejecuten entre ellas, es decir, rechaza la ejecución de órdenes de signo contrario de un mismo miembro.

En octubre, MEFF y BME Clearing decidieron aplicar un incentivo a la negociación de los contratos xRolling FX de futuros sobre divisas, que se negocian en el segmento de derivados financieros de MEFF desde junio de 2019. El incentivo consistió en una exención de las tarifas de negociación, registro y diferimiento con el objetivo de fomentar la negociación de estos productos.

Asimismo, BME Clearing y MEFF realizaron los trabajos necesarios para habilitar en dicho mercado una nueva funcionalidad automatizada de solicitud de operación a precio medio para tres de los contratos de futuros existentes sobre el índice Ibex 35 (Ibex 35, Mini Ibex y Micro Ibex). Esta nueva funcionalidad se implementó en febrero de 2021.

### Miembros del mercado

MEFF Exchange contaba al cierre de 2020 con un total de 94 miembros de mercado, 3 más que en el ejercicio anterior. De ellos, 63 están asociados al segmento de los derivados financieros, 37 al segmento de los derivados de la energía y 5 al segmento de los derivados de divisa. En el ejercicio aumentaron en 5 los miembros del segmento de los derivados de la energía, mientras que tanto el segmento de los derivados financieros como el de divisa perdían 1 miembro en ambos casos.

## 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. 20/19
Derivados financieros	51	12	63	-1
Energía	10	27	37	5
Forex	4	0	4	-1
<b>Total entidades<sup>1</sup></b>	<b>63</b>	<b>31</b>	<b>94</b>	<b>3</b>
Var. 2020/19	1	2	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 un segmento.

### 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 1 día (contratos diarios) y 1 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 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). El último contrato punta SPEL registrado en MEFF Power data de 2018, por lo que durante los últimos 2 años toda su actividad ha sido en contratos de carga base.

La negociación en MEFF Power continuó creciendo durante 2020 —especialmente durante el primer semestre del año— hasta finalizar el ejercicio con un volumen de energía subyacente registrada de 27,8 TWh, un 5,2 % superior al del ejercicio anterior (26,4 TWh) y su cifra más alta desde 2014. Este aumento de la actividad se produjo por el mayor registro de los contratos con mayor multiplicador. Así, los contratos anuales y trimestrales registraron incrementos interanuales del 9,3 % y del 8,6 %, respectivamente, frente a descensos en el registro de los contratos diarios, semanales y mensuales. Esto explica que sea compatible la caída interanual en el número de contratos registrados (-13,3 %), así como en el número de operaciones (-8,7 %), con el crecimiento registrado del volumen de energía, debido al mayor tamaño unitario de cada operación registrada al tratarse de contratos con volúmenes más grandes.

Sin embargo, en términos de volumen efectivo, la actividad de MEFF Power presentó en 2020 un retroceso interanual del 18,9 %, hasta situarse en los 1.137,2 millones de euros, frente a los 1.402,2 millones del ejercicio precedente. Esta tendencia se explica por el descenso significativo en el precio promedio de la energía registrada (del 22,9 %), que fue de 40,95 euros/MWh en 2020, mientras que en 2019 se situó en 53,12 euros/MWh.

La posición abierta al final del año 2020 se situó en 8,5 TWh, un 5,7 % por debajo de la existente al final de 2019 (9,0 TWh), si bien cabe mencionar que durante la mayor parte del ejercicio la posición abierta se situó por encima de los 10 TWh,

alcanzándose en junio un máximo de 11,8 TWh, la segunda mayor posición abierta histórica a cierre mensual en MEF Power. La mayor parte de la posición acumulada al cierre del ejercicio se concentraba en contratos anuales, que alcanzaban 3,4 TWh, y en contratos trimestrales, que acumulaban 3,6 TWh. Estos últimos, que mostraron un incremento anual del 6,1 % y concentraban el 42 % del total, desplazaron a los anuales como los de mayor posición abierta acumulada. Por otra parte, se observó una mayor disminución interanual en la valoración de la posición abierta a final de ejercicio, que al cierre de 2020 se situaba en 405,5 millones de euros, un 16,8 % inferior a la correspondiente al cierre de 2019 (487,3 millones). Esto fue consecuencia del descenso de los precios de los contratos derivados, más acusado en los meses de primavera durante la fase más aguda de la crisis del COVID-19 y algo menos relevante al final de 2020. Asimismo, a finales de 2020 MEF Power contaba con un total de 92 participantes con posición abierta, 3 más que al cierre de 2019.

### 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. Con el fin de facilitar la ejecución de las órdenes, salvo en los derivados sujetos a la obligación de compensación de conformidad con el artículo 5 del Reglamento (UE) 648/2012, los gestores del SOC pueden utilizar la interposición de la cuenta propia sin riesgo (o *matched principal*<sup>52</sup>), siempre y cuando el cliente haya dado su consentimiento a dicho proceso, además de negociar por cuenta propia, sin recurrir al *matched principal*, aquellos instrumentos de deuda soberana para los que no exista un mercado líquido.

Actualmente se realiza negociación en derivados en dos SOC autorizados por la CNMV: 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 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 <sup>1</sup>	1.943	431.205
Derivados FX <sup>2</sup>	1.205	297.148
<b>Total</b>	<b>3.148</b>	<b>728.353</b>
<b>Segmento derivados sobre energía</b>	<b>132</b>	<b>136</b>

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.

52 Mediante la imposición de la cuenta propia sin riesgo, el facilitador se interpone entre el comprador y el vendedor en la operación, de tal modo que no queda expuesto al riesgo de mercado en ningún momento durante toda la ejecución de la operación, ejecutándose la compra y la venta simultáneamente y concluyéndose la operación a un precio al que el facilitador no realiza ni pérdidas ni ganancias, con la salvedad de las comisiones, honorarios o gastos de la operación que se hayan comunicado previamente.

Como se observa en el cuadro 2.3.4, en el caso de los derivados financieros los SOC contrataron 3.148 operaciones en 2020, un 0,8 % más que en el ejercicio anterior, aunque por un importe efectivo de 728.353 millones de euros, lo que representó un descenso del 38 % respecto al importe efectivo contratado en 2019. La mayor parte de las operaciones y del importe contratado en el segmento de derivados financieros (62 % y 59 %, respectivamente) correspondieron a derivados sobre tipos de interés, mientras que el resto de las operaciones y del volumen contratado fueron operaciones cuyo subyacente era un tipo 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—, si bien este último supone una parte poco significativa del volumen negociado.

Durante 2020 la negociación en este segmento registró 132 operaciones, por un volumen total de 3,2 TWh y un importe efectivo de 136 millones de euros, lo que representó significativos descensos interanuales del 78,2 %, el 59,4 % y el 68,9 %, respectivamente, con relación a las mismas magnitudes en 2019. A pesar de ello, las operaciones en promedio fueron más voluminosas y alcanzaron los 24.375,4 MWh por operación, un 86,0 % más que en 2019. Este incremento del tamaño de las operaciones permitió un aumento del importe efectivo medio por operación hasta 1.031.079 euros por operación (un 36,5 % más), aunque la tasa de crecimiento fue inferior a la del ejercicio anterior (del 42,6 %), como consecuencia de la evolución del precio promedio del MWh, que se situó en 2020 en los 42,3 euros/MWh, frente a los 55,1 euros/MWh del año 2019.

### 2.3.4 Mercado de *warrants* y certificados

En 2020 tanto el número de emisiones de *warrants* registradas como el volumen emitido presentaron retrocesos significativos, mientras que su contratación en el mercado secundario creció ligeramente, todo ello en un escenario de elevada volatilidad en los mercados que incentiva el uso de este tipo de instrumentos. En el caso de los certificados, el mercado primario siguió sin registrar ningún tipo de actividad, mientras que la reducida actividad del mercado secundario continuó descendiendo.

#### Emisiones

El número de emisiones de *warrants* registradas durante 2020 fue de 3.081, casi un 44 % menos que en 2019 y el volumen más bajo de la última década. El número de entidades emisoras disminuyó hasta cinco (seis en 2019) —todas entidades financieras—, pues una de ellas (BBVA) no operó en este segmento. Las primas totales alcanzaron casi los 1.168 millones de euros, un 36,4 % menos que en el ejercicio anterior. Su importe continuó cayendo en todos los contratos, aunque los mayores retrocesos se observaron en aquellos cuyos subyacentes eran materias primas o acciones. Como se aprecia en el cuadro 2.3.5, a pesar de que también presentaron retrocesos, los contratos cuyo subyacente son índices mostraron las primas más elevadas, aumentando su

representación hasta casi el 58 % del total, en detrimento principalmente de las emisiones sobre acciones, que cayeron hasta el 38 %.

### 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 <sup>1</sup>	Divisas	Materias primas
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
2020	5	3.081	1.167.724	445.662	673.963	24.797	23.302

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

### Mercado secundario

La negociación de *warrants* en el mercado secundario creció casi un 10 % respecto al ejercicio anterior, hasta situarse en 319,7 millones de euros, con lo que revirtió ligeramente la tendencia descendente experimentada en los últimos años. La contratación continuó concentrándose en *warrants* sobre índices, que representaron la mitad del total pero que siguen perdiendo relevancia respecto a los *warrants* sobre acciones, que concentraron el 46 % del total. Los contratos sobre el resto de los activos (divisas y materias primas) también aumentaron su contratación y pasaron a representar algo más del 3 %, registrando su mayor participación en el mercado tanto en porcentaje como en volumen en los últimos 4 años.

### Contratación de *warrants* en el mercado continuo

CUADRO 2.3.6

Primas negociadas en miles de euros

	Primas negociadas por tipo de subyacente					Total
	N.º de emisiones <sup>1</sup>	Índices <sup>2</sup>	Acciones	Divisas <sup>3</sup>	Materias primas	
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
2020	3.328	161.714	147.125	2.067	8.795	319.700

Fuente: CNMV. (1) El número contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo. (2) Incluye cestas de valores y de índices. (3) Incluye los *warrants* sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

Como ha ocurrido en ejercicios anteriores, el mercado primario de certificados continuó sin tener actividad, mientras que la negociación en el secundario siguió descendiendo ante la ausencia de nuevas emisiones de este tipo. La negociación se situó en 227.600 euros, que correspondieron a operaciones sobre las 2 únicas emisiones que se encuentran activas en el mercado, cuyos subyacentes son oro y petróleo (ambas fueron emitidas por el mismo emisor en 2007 y 2010, respectivamente).



Primas negociadas en miles de euros

	N.º de emisiones <sup>1</sup>	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices <sup>2</sup>	Acciones	Divisas	Materias primas	
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
2020	2	0,0	0,0	0,0	227,6	227,6

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

## 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 CSDR<sup>53</sup>.

A finales de 2020, Iberclear contaba con 70 entidades participantes (incluidas las entidades de contrapartida central (ECC) y otros DCV con los que Iberclear tiene enlace). Durante 2020 se produjeron 1 alta y 2 bajas de entidades participantes.

#### 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 7.402, por un importe nominal de 1.791.747 millones de euros. En relación con las cifras del año anterior, se produjo una disminución notable en el número de emisiones vivas (-12,9 %), pero un aumento en su importe (7,1 %), tal y como se aprecia en el cuadro 2.4.1.

53 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).

## Iberclear ARCO. Actividad de registro

CUADRO 2.4.1

Importes en millones de euros

Valores registrados	2019	2020	% var. 20/19
<b>Número de emisiones</b>	<b>8.497</b>	<b>7.402</b>	<b>-12,9</b>
Deuda pública	548	555	1,3
Deuda corporativa	2.013	1.993	-1,0
Resto de valores	5.936	4.854	-18,2
<b>Saldo nominal registrado</b>	<b>1.672.266</b>	<b>1.791.747</b>	<b>7,1</b>
Deuda pública	1.057.820	1.168.059	10,4
Deuda corporativa	479.724	493.520	2,9
Resto de valores	134.722	130.168	-3,4

Fuente: Iberclear y CNMV.

Diferenciando por tipo de valor, el número de emisiones de deuda registradas en Iberclear a finales de 2020 ascendía a 2.548, por un importe nominal total de 1,66 billones de euros. El 78 % del número de emisiones era de deuda privada y el resto, de deuda soberana. Sin embargo, atendiendo al importe nominal de las emisiones, el 30 % correspondía a deuda corporativa y el 70 % a emisiones de deuda soberana. Tal como se muestra en el cuadro, durante 2020 se produjo un aumento tanto del número de emisiones de deuda soberana como de su importe, mientras que en el caso de la deuda corporativa se produjo una ligera disminución en el número de las emisiones pero se incrementó su importe.

Para el resto de los valores, el número de emisiones se situaba al finalizar el año en 4.854, con un importe nominal de 130.168 millones de euros, lo que implica una disminución tanto en el número de emisiones como en su importe nominal. Este descenso se debió principalmente al menor número de emisiones de *warrants* y SICAV registradas a finales de 2020: 933 y 121, respectivamente.

### 2.4.1.2 Actividad de liquidación

El número total de operaciones liquidadas en 2020, cuyos datos se recogen en el cuadro 2.4.2, ascendió a 9.972.561, con un efectivo de 25.773.399 millones de euros, lo que supone un incremento del 6,7 % y 19,2 % respecto del año anterior en número de operaciones y efectivo, respectivamente, aunque con una distribución muy diferente entre los distintos tipos de activos.

En relación con la renta variable, las operaciones procedentes de ECC experimentaron un aumento del 3,5 % en número de operaciones y una disminución del 9,3 % en efectivo. Por su parte, las operaciones bilaterales también se incrementaron en número (9,1 %) pero se redujeron en lo que respecta a efectivo (-9,4 %). En conjunto, el número de operaciones de renta variable aumentó un 7,5 % mientras que el efectivo liquidado descendió un 9,4 %.

Respecto de la deuda soberana se observó un aumento del 3,3 % en el número de operaciones y del 21,85 % en el efectivo. En cuanto a la actividad procedente de ECC para estos valores, el incremento en el número de operaciones fue de un 8,2 % y del 7,1 % en términos de efectivo. Por su parte, las operaciones bilaterales y de plataforma (sin interposición de ECC) registraron un pequeño aumento en el número de operaciones (1,6 %), que fue mucho más significativo en términos de efectivo (33,7 %).

En cuanto a la deuda corporativa, la actividad se redujo tanto en términos de efectivo (-3,1 %) como en número de operaciones (-7,1 %).

Sin diferenciar por tipo de valor, y en términos de efectivo, las operaciones procedentes de ECC experimentaron un incremento del 6,1 %, que, en el caso de las operaciones liquidadas procedentes de plataformas (sin interposición de ECC) o bilaterales, fue de casi un 30 %. En cuanto al número de operaciones, las subidas fueron del 4,2 % y el 7,6 %, respectivamente.

### Iberclear. Operaciones liquidadas ARCO

CUADRO 2.4.2

Importes en millones de euros

	2019		2020	
	N.º operaciones	Efectivo	N.º operaciones	Efectivo
<b>Operaciones provenientes de ECC</b>	<b>2.564.828</b>	<b>9.382.238</b>	<b>2.673.757</b>	<b>9.952.119</b>
Deuda soberana	394.936	8.783.022	427.353	9.408.808
Deuda corporativa	-	-	-	-
Renta variable	2.169.892	599.216	2.246.404	543.311
<b>Operaciones bilaterales y de plataforma</b>	<b>6.783.287</b>	<b>12.248.470</b>	<b>7.298.805</b>	<b>15.821.280</b>
Deuda soberana	1.143.294	10.945.415	1.161.132	14.629.539
Deuda corporativa	84.894	183.069	78.835	177.370
Renta variable	5.555.099	1.119.986	6.058.838	1.014.371
<b>Total</b>	<b>9.348.114</b>	<b>21.630.708</b>	<b>9.972.561</b>	<b>25.773.399</b>

Fuente: Iberclear y CNMV.

### Iberclear. Incidencias en la liquidación ARCO

CUADRO 2.4.3

Importes en millones de euros

	2019		2020	
	N.º operaciones	Efectivo	N.º operaciones	Efectivo
Deuda soberana	61.654	845.862	52.138	810.425
Deuda corporativa	8.283	11.420	3.917	5.504
Renta variable	832.016	316.825	738.534	263.474
<b>Total ventas vencidas</b>	<b>901.863</b>	<b>1.174.106</b>	<b>794.589</b>	<b>1.079.404</b>
Recompras y liquidación en efectivo	178	7	184	26

Fuente: Iberclear y CNMV.

Considerando el total de operaciones, las ratios de eficiencia en la liquidación mejoraron durante 2020, tanto medidas respecto al número de operaciones como a su efectivo. La tasa de fallidos fue del 8 % en operaciones y del 4,2 % en efectivo (9,6 % y 5,4 %, respectivamente, en 2019).

El grupo de valores con tasas más elevadas de fallidos fue el de renta variable, con un 8,9 % de operaciones fallidas (frente al 10,8 % de 2019) y un 16,9 % en términos de efectivo (18,4 % en 2019). Por su parte, la deuda soberana presentó la mejor tasa de eficiencia en relación con el número de operaciones fallidas (3,3 % frente al 5 % de la deuda corporativa), si bien en relación con el efectivo la tasa de fallido fue ligeramente superior a la de la renta fija privada (3,4 % frente a 3,1 %).

Las operaciones fallidas provenientes de cámara que se resolvieron mediante recompra o compensación en efectivo continúan suponiendo un porcentaje muy pequeño de las instruidas por las entidades de contrapartida central, ya que no alcanzan el 0,01 % ni en operaciones ni en efectivo. A pesar de su pequeño importe en términos relativos, en 2020 estas operaciones se incrementaron notablemente respecto de 2019. En su caso, menos de un 5 % acumulaba más del 50 % del efectivo.

## 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) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (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 2020 el número de miembros de BME Clearing se redujo en 4, hasta 131. En el segmento de la energía se produjo el alta de 7 miembros, mientras que se dieron de baja 4 y 5 entidades respectivamente en los segmentos de derivados financieros y de renta variable. En el subsegmento de divisas también se produjo la baja de 1 miembro.

**Número de miembros en BME Clearing por segmento**

CUADRO 2.4.4

Segmento	Compensador			No compensador			Total entidades	Var. 20/19
	General	Individual	Indiv. especial	No compens.	Ordinario	Cuenta propia		
BME Clearing Derivados	8	27	-	12	1	10	58	-4
Subsegmento FX	-	4	-	-	-	-	4	-1
BME Clearing Energía	6	-	-	-	-	38	44	7
BME Clearing Repo	1	24	-	-	-	-	25	-
BME Clearing Swap	-	9	-	-	-	-	9	-
BME Clearing Renta Variable	7	15	1	5	20	-	48	-5
<b>Total entidades<sup>1</sup></b>	<b>18</b>	<b>49</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>48</b>	<b>131</b>	<b>4</b>
Var. 2020	-1	-5	0	4	-4	+5	-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 2020 se dieron de baja 4 entidades, con lo que el número de miembros se situaba en 58 a finales de año, como se observa en el cuadro 2.4.4.

Respecto de la actividad de compensación de los contratos FX-rolling negociados en MEFF Exchange, BME Clearing incluyó un subsegmento dentro del de derivados financieros. Actualmente hay cuatro entidades dadas de alta.

### 2.4.2.2 BME Clearing Energía

En este segmento, además de compensar los contratos sobre electricidad negociados en MEFF Exchange, desde el 24 de mayo de 2018 BME Clearing presta el 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 balance<sup>54</sup> (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 septiembre de 2020 la CNMV aprobó la propuesta de modificación de las condiciones generales del segmento de la energía con el objetivo de adaptarse a ciertos requisitos de la Circular 2/2020, de 9 de enero, de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), publicada en el *Boletín Oficial del Estado* el 17 de enero de 2020. Dicha circular de la CNMC introduce nuevas normas de balance de gas natural, en particular en lo que se refiere a:

- La creación del Tanque Virtual de Balance para el gas natural licuado.
- La creación de la figura del *usuario en impago* en el sistema gasístico español.

Ambas circunstancias afectan al modo en el que BME Clearing gestiona actualmente la liquidación en el momento del vencimiento de los contratos sobre gas natural.

Como se observa en el cuadro 2.4.5, los contratos sobre gas tuvieron una elevada actividad en 2020, tanto en lo que respecta a efectivo negociado como a número de operaciones. Además, 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 importante aumento de la posición abierta de ambos productos, que a final de año se situaba en 11,84 TWh<sup>55</sup>, lo que supone un aumento del 32 % respecto a 2019.

#### Evolución de la actividad en BME Clearing Energía

CUADRO 2.4.5

Volumen nominal en millones de euros

	2019			2020		
	Electricidad	Gas	Total	Electricidad	Gas	Total
Volumen efectivo	1.402	5	1.407	1.156	92	1.247
Número de operaciones	3.251	48	3.299	3.157	268	3.425
TWh	26,4	0,2	26,6	28,2	7,2	35,5

Fuente: CNMV y BME Clearing.

Como se observa en el cuadro 2.4.4, el número de miembros de este segmento alcanzó los 44 miembros, con la incorporación de 7 nuevos participantes durante 2020.

54 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.

55 El máximo histórico se registró en abril de 2016 con 12,5 TWh.

### 2.4.2.3 BME Clearing Renta Variable

El segmento de renta variable es el servicio de contrapartida central para las compraventas de valores negociados en bolsa. Este segmento inició su actividad el 27 de abril de 2016, fecha de comienzo del nuevo sistema de compensación, liquidación y registro, que estableció como obligatoria la compensación por medio de una ECC de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción realizadas a través de segmentos multilaterales. En septiembre de 2017 se completó otro hito con la conexión de Iberclear y BME Clearing a la plataforma de liquidación de valores paneuropea Target2-Securities, con la que se daba por concluida la segunda y última fase de la reforma.

Durante 2020 se registró un volumen efectivo de 844.389 millones de euros, un 8,8 % menos que en 2019, como se observa en el cuadro 2.4.6.

#### Evolución de la actividad en BME Clearing Renta Variable

CUADRO 2.4.6

	2019	2020
Volumen efectivo (millones de euros)	926.203	844.389
Número de operaciones	74.537.314	111.407.336

Fuente: CNMV y BME Clearing.

A finales de 2020 este segmento contaba con 48 miembros, 5 menos que al cierre de 2019 (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.

A pesar de los convenios firmados con distintas plataformas en 2018 y 2019, la actividad de registro de operaciones procedentes de plataformas supuso un 1 % del nominal total y el número de operaciones en este segmento siguió reduciéndose en 2020 (un 28 %), así como el nominal registrado, que disminuyó un 20,5 %, hasta los 124.591 millones de euros. A finales de 2020 la posición abierta media de los 10 últimos días, equivalente a la financiación facilitada, se situaba en 10.400 millones de euros, lo que supone una reducción del 21 % respecto a 2019, con un plazo medio financiado de 16 días (21 en 2019).

En este segmento el número de miembros activos era de 25 a finales de año, de los cuales 24 eran compensadores individuales y 1 era compensador general.

#### Evolución de la actividad en BME Clearing Repo

CUADRO 2.4.7

	2019	2020
Volumen nominal (millones de euros)	156.769	124.591
Número de operaciones	1.894	1.364

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 2020 se registraron únicamente 2 operaciones, por un importe nominal de 12,25 millones de euros (16 operaciones por 200 millones en 2019).

A finales de 2020 en este segmento participaban nueve miembros compensadores (igual que en 2019), todos ellos compensadores individuales.

#### 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 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 establecía las medidas para prevenir y tratar fallos en la liquidación, tenía prevista su entrada en vigor en septiembre de 2020, pero finalmente se ha pospuesto hasta febrero de 2022.

##### Entrada en vigor de EMIR 2.2 y creación del comité de supervisión de ECC de ESMA

RECUADRO 6

El 1 de enero de 2020 entró en vigor el Reglamento (UE) 2019/2099 del Parlamento y del Consejo, que modifica el Reglamento (UE) 648/2012 en lo que respecta a los procedimientos de autorización de las entidades de contrapartida central (ECC), las autoridades que participan en la misma y los requisitos para el reconocimiento de las ECC de terceros países, conocido más familiarmente como EMIR 2.2. Con dicha modificación se trataba fundamentalmente de reforzar el sistema de supervisión existente de las ECC autorizadas a prestar servicios de compensación en la Unión Europea, tanto si están establecidas en la propia Unión como si lo están en terceros países.

Una de las piezas clave del nuevo marco institucional desarrollado en esta revisión del Reglamento EMIR es la creación de un comité permanente en ESMA en el que discutir y acordar entre las autoridades competentes de las

ECC establecidas en la Unión, así como otras autoridades que pudieran tener también interés en su funcionamiento, los criterios de supervisión que se deben aplicar en la vigilancia de estas infraestructuras. En concreto, dicho comité, al que se le ha dado el nombre de Comité de Supervisión de ECC, tiene como funciones:

- Realizar, como mínimo una vez al año, una evaluación *inter pares* de las actividades de supervisión de todas las autoridades competentes de las ECC establecidas en la Unión.
- Iniciar y coordinar, como mínimo una vez al año, evaluaciones a escala de la Unión Europea, de la resiliencia de las ECC frente a evoluciones adversas de los mercados (*stress test*).
- Validar cambios significativos de los modelos de las ECC.
- Promover el intercambio de impresiones y debates periódicos entre las autoridades competentes de las ECC, en particular, en lo que respecta a:
  - Las actividades y decisiones de supervisión que hayan adoptado las autoridades competentes de las ECC de la Unión.
  - Los proyectos de decisión presentados a ESMA por una autoridad competente en diversos asuntos tales como: la prestación de nuevos servicios, la adquisición de participaciones significativas, los registros obligatorios de las ECC, la externalización de funciones críticas, etc.
  - Las novedades del mercado, incluidas las situaciones o acontecimientos que tengan o puedan tener una incidencia en la solidez o en la resiliencia de las ECC establecidas en la Unión.
- Debatir los dictámenes y recomendaciones adoptados por los colegios de ECC, con la finalidad de contribuir a un funcionamiento uniforme y coherente de los colegios e impulsar la coherencia en la aplicación de EMIR.

Asimismo, se le otorgan a ESMA funciones específicas para promulgar directrices o recomendaciones cuando, a raíz de las discusiones en el Comité de Supervisión de ECC, se aprecie una falta de convergencia y coherencia en la aplicación de EMIR.

En lo que respecta a las ECC establecidas en terceros países, el Comité de Supervisión de ECC tiene la función de realizar las tareas asignadas a ESMA en EMIR 2.2 y que se refieren esencialmente a:

- El reconocimiento de ECC establecidas en terceros países.
- La determinación de la posibilidad de estas de acogerse a un régimen de cumplimiento equiparable, por el que podrán cumplir con las



obligaciones establecidas en el Reglamento EMIR a partir del cumplimiento de obligaciones existentes en el país de origen de la ECC.

- La verificación de que las ECC establecidas en terceros países cuyas actividades resulten relevantes para la Unión desde un punto de vista sistémico cumplen de manera continuada con los requisitos establecidos en EMIR.

Por todo lo anterior, a principios de 2020 se constituyó el Comité de Supervisión de ECC, en el que participa activamente la CNMV junto con otras autoridades de la Unión Europea, habiéndose mantenido reuniones con periodicidad casi mensual y siendo destacado su papel de facilitador de la cooperación entre las autoridades competentes durante los meses de crisis más aguda en los mercados tras la irrupción del COVID-19.



### 3.1 Inversión colectiva

Después de un ejercicio 2019 en el que el comportamiento de los fondos de inversión había sido muy positivo, y de una continuación en el mismo sentido en enero de 2020, el estallido de la pandemia y sus efectos a nivel mundial tuvieron, al igual que en el resto del sector financiero, una repercusión significativa en la industria de la inversión colectiva. Así, desde finales de febrero y, sobre todo, durante el mes de marzo se produjo una contracción importante del patrimonio de estos vehículos de inversión, que fue del 10,8 %, como consecuencia tanto del rendimiento negativo de la cartera de inversiones derivado del comportamiento desfavorable de los mercados financieros como de los reembolsos realizados por los partícipes. A partir del mes de abril, con la recuperación y normalización paulatinas de las condiciones presentes en los mercados, se fueron produciendo, con altibajos, nuevas entradas de recursos, de cuantías moderadas, que vinieron acompañadas de una importante revalorización de la cartera de los fondos. De esta forma entre abril y diciembre de 2020, el patrimonio se recuperó un 11,8 % y cerró el año con un crecimiento ligeramente positivo. De forma similar a 2019, en 2020 no hubo una tendencia clara en la estrategia de inversión de los partícipes: se produjo una expansión tanto de algunos fondos arriesgados, especialmente los de renta variable internacional, como también de los de renta fija, considerados conservadores.

Como se observa desde 2016, las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) experimentaron una reducción importante en el número de entidades. Mientras que en los primeros dos años la mayoría de las bajas se produjeron como consecuencia de absorciones por parte de otras instituciones de inversión colectiva (IIC), a partir de 2018 estas tan solo explicaron un porcentaje relativamente pequeño del total, que fue de poco más del 10 % en 2020. En consecuencia, el patrimonio de estos vehículos también ha ido sufriendo una contracción paulatina desde entonces, que ha sido, en términos acumulados, cercana al 20 %.

En 2020 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 prácticamente el 40 % del total de las comercializadas en nuestro país.

#### 3.1.1 Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión (FI) españoles, que había crecido con fuerza en 2019, se mantuvo prácticamente sin cambios en 2020, con un incremento de tan solo el 0,1 %, hasta alcanzar los 279.668 millones de euros. De esta forma, los efectos de la pandemia se hacían notar en esta industria, especialmente en el primer trimestre, tanto en el comportamiento de los inversores, que aumentaron de forma importante sus reembolsos, como en la rentabilidad de la cartera. Así, entre los meses de enero y marzo el patrimonio de los FI se contrajo un 10,5 % como

consecuencia de unos reembolsos netos de 2.104 millones de euros (lo que supone algo menos del 0,8 % del patrimonio) y, sobre todo, de una contracción del valor de los activos de 27.140 millones (el 9,7 % del patrimonio), debido a la fuerte caída de los precios de la mayoría de los activos financieros en un contexto de alta volatilidad. En relación con los reembolsos netos, cabe mencionar que estos se concentraron en el mes de marzo, en el que esta cifra se situó alrededor de los 5.500 millones de euros<sup>1</sup>, mientras que entre enero y febrero se habían producido unas suscripciones netas positivas de 3.500 millones. A partir de abril, con la recuperación de los mercados —especialmente los de renta variable— y un ligero aumento de la confianza de los inversores, el patrimonio de los fondos fue recuperándose y se incrementó hasta finales de diciembre un 11,8 %, situándose en la cifra anteriormente mencionada. De este aumento, alrededor del 90 % estuvo asociado al rendimiento positivo de la cartera de estos vehículos, mientras que el 10 % restante fue atribuible a las suscripciones netas realizadas por los partícipes.

Como se aprecia en el anexo estadístico II.1, las categorías de fondos que registraron un mayor crecimiento patrimonial a lo largo del año fueron los fondos de renta variable internacional (3.644 millones más que en 2019, lo que supone una tasa de variación del 10,7 %), a pesar del importante retroceso de más de 6.000 millones de euros en el primer trimestre debido exclusivamente a la rentabilidad negativa de sus activos (de hecho, fue una de las pocas vocaciones que entre enero y marzo registró suscripciones netas positivas). A continuación se situaron los fondos de renta fija y de renta fija mixta, cuyo patrimonio se incrementó en 2.433 y 2.380 millones de euros, respectivamente. Cabe mencionar que los fondos de renta fija fueron los que sufrieron los mayores reembolsos por parte de los inversores durante el mes de marzo (supusieron alrededor del 50 % del total, con más de 2.700 millones en términos netos), para recuperarse con fuerza en los trimestres posteriores. En los fondos de renta fija mixta, aunque también se produjeron salidas de recursos en marzo, estas fueron de una magnitud mucho menor, lo que permitió un comportamiento positivo en el primer trimestre del año, mientras que en el acumulado de los nueve meses posteriores las suscripciones netas fueron negativas. No obstante, estas últimas no llegaron a compensar las entradas de recursos del primer trimestre, por lo que estos fondos cerraron el año con unas suscripciones netas de 2.606 millones de euros. Finalmente, a distancia de las tipologías mencionadas, se situaron los fondos de renta variable mixta, con un aumento de 1.657 millones de euros.

En relación con los retrocesos patrimoniales, el más importante se produjo en los fondos de renta variable euro, con una contracción de 3.054 millones de euros, que hizo que se situara en un valor un 30,1 % inferior al de finales de 2019, ya que a la rentabilidad negativa de sus activos se le unieron unos reembolsos netos relativamente elevados durante el año. También experimentaron reducciones patrimoniales de cierta importancia los fondos garantizados de renta variable, los fondos globales y los de retorno absoluto, con unos descensos de 2.192, 2.124 y 1.761 millones de euros, respectivamente. Por su parte, los fondos garantizados de renta fija, que llevan experimentando importantes salidas de recursos en los últimos años (entre 2013

---

1 Desde los primeros momentos de la crisis, la CNMV realizó un seguimiento especial de los reembolsos efectuados en los fondos de inversión y de la valoración de la cartera de estas instituciones, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras, con el fin de evaluar la situación, recordar, en su caso, sus obligaciones y realizar algunas recomendaciones, sobre todo en relación con el uso de las herramientas de gestión de la liquidez que tenían disponibles. En este sentido, la CNMV dio indicaciones acerca de la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*. Para una información más detallada, véase el recuadro 3.

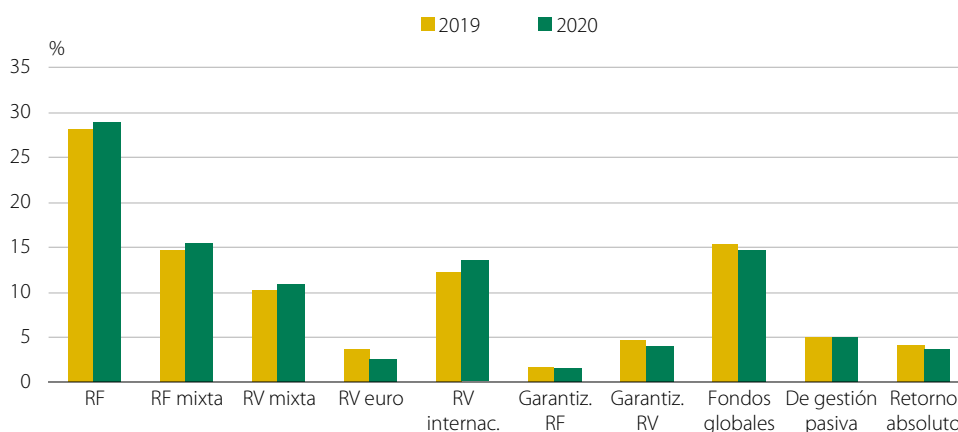
y 2019 su patrimonio se ha reducido más de un 85 %), continuaron contrayéndose en 2020, con un descenso patrimonial de 632 millones de euros.

A diferencia de lo que venía sucediendo hasta 2018, 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 y 2020 los movimientos de los partícipes no fueron en una dirección tan clara. Tanto en un año como en otro, los fondos de renta variable internacional registraron suscripciones netas elevadas, de más de 6.700 millones de euros entre los 2 ejercicios (una vocación de las consideradas más arriesgadas), mientras que los fondos de renta fija también recibieron sustanciales entradas de recursos, las mayores durante estos 2 años (casi 13.000 millones, de los que más de 10.000 fueron en 2019).

Esto parece indicar que una parte de los inversores se decanta por los fondos de renta variable en búsqueda de rentabilidad en el presente entorno de tipos de interés reducidos, mientras que otra parte de ellos, más aversos al riesgo e influidos por la incertidumbre de la crisis y el comportamiento desfavorable de los mercados en el primer trimestre de 2020, optaron por fórmulas consideradas 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.

En cambio, en 2020 los fondos de renta variable euro, categoría también de riesgo elevado, registraron salidas netas de recursos de poco más de 2.000 millones de euros y los fondos garantizados (los considerados más conservadores) reembolsos de casi 3.000 millones. Con estos movimientos, se puede decir que la inversión en FI, que se había polarizado con claridad en 2019, mostró un comportamiento más estable en 2020: el peso de las categorías más conservadoras y el de las más arriesgadas (renta variable, euro e internacional, y fondos globales) se mantuvo muy estable con relación a 2019, con una importancia relativa del 34,4 % para las primeras (34,6 % en 2019) y del 30,7 % para las segundas (31,2 % el año anterior).

La rentabilidad agregada de los FI en el conjunto del ejercicio fue del 0,8 %, con un comportamiento muy distinto, como ya se ha mencionado, entre el primer trimestre y el resto del año. Así, en los 3 primeros meses de 2020 el rendimiento de la cartera de los fondos fue del -9,3 %, mientras que entre abril y diciembre esta cifra se situó en el 11,1 %. Todas las categorías de fondos, sin excepción, experimentaron este

mismo comportamiento (rentabilidad negativa en el primer trimestre y positiva en los tres siguientes), aunque con magnitudes muy distintas. Los fondos de renta variable, en línea con la elevada volatilidad de las cotizaciones bursátiles, fueron los que registraron los valores más bajos en el primer trimestre (-28,5 % los de renta variable euro y -23,1 % los de renta variable internacional) y los más elevados en el resto del ejercicio, con revalorizaciones de la cartera del 27,6 % y 33,7 %, respectivamente. Con estas cifras, en el cómputo global del año los fondos de renta variable euro mostraron la rentabilidad más baja (-8,8 %) y los de renta variable internacional, la más alta (2,8 %). Los fondos garantizados, en cambio, registraron las menores oscilaciones, cerrando el ejercicio en el 1,7 % los de renta fija y en el 0,7 % los de renta variable.

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

CUADRO 3.1.1

Importes en millones de euros

	2019	%	2020	%	% var. 20/19
<b>Patrimonio</b>	<b>279.377</b>	<b>100,0</b>	<b>279.668</b>	<b>100,0</b>	<b>0,1</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>256.751</b>	<b>91,9</b>	<b>256.232</b>	<b>91,6</b>	<b>-0,2</b>
Cartera interior	66.520	23,8	54.630	19,5	-17,9
Valores representativos de deuda	44.638	16,0	38.431	13,7	-13,9
Instrumentos de patrimonio	9.048	3,2	6.185	2,2	-31,6
Instituciones de inversión colectiva	8.582	3,1	8.517	3,0	-0,8
Depósitos en EE. CC.	4.005	1,4	1.341	0,5	-66,5
Derivados	243	0,1	141	0,1	-42,0
Otros	5	0,0	15	0,0	200,0
Cartera exterior	190.224	68,1	201.597	72,1	6,0
Valores representativos de deuda	83.818	30,0	86.110	30,8	2,7
Instrumentos de patrimonio	33.116	11,9	33.886	12,1	2,3
Instituciones de inversión colectiva	73.054	26,1	81.332	29,1	11,3
Depósitos en EE. CC.	4	0,0	0	0,0	-100,0
Derivados	231	0,1	268	0,1	16,0
Otros	1	0,0	1	0,0	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6	0,0	5	0,0	-16,7
<b>Tesorería</b>	<b>21.735</b>	<b>7,8</b>	<b>22.202</b>	<b>7,9</b>	<b>2,1</b>
<b>Neto deudores/acreadores</b>	<b>892</b>	<b>0,3</b>	<b>1.234</b>	<b>0,4</b>	<b>38,3</b>

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

Siguiendo la misma línea de los últimos 8 años, la distribución del patrimonio agregado de los FI se modificó en 2020 en favor de la cartera exterior, cuyo peso relativo se situó en el 72,1 % del patrimonio total al cierre del ejercicio, 4 puntos porcentuales más que en 2019, superando los 200.000 millones de euros. La cartera interior, por su parte, redujo su importancia, tanto en términos absolutos como relativos, hasta los 54.630 millones de euros (casi 12.000 millones menos que en 2019), un 19,5 % del total. Hay que tener en cuenta que en este cambio en los pesos de la cartera interior y exterior en favor de esta última ha influido la evolución más negativa del precio de la mayoría de activos —especialmente los de renta variable— en nuestro país en relación con otras economías. Además, es preciso tener presente 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.

Este último factor es especialmente relevante en el caso, por ejemplo, de los activos de deuda, debido a la tendencia creciente que se observa desde hace años por parte de los emisores españoles de realizar emisiones en mercados foráneos.

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

El incremento de la inversión por parte de los FI en activos internacionales fue especialmente elevado en el caso de la inversión en otras IIC, que aumentó en 8.278 millones de euros, un 11,3 % más que al cierre de 2019. También avanzó, aunque en menor cuantía, la inversión en activos de renta fija (2,7 %, hasta alcanzar los 86.110 millones de euros) y la correspondiente en valores de renta variable (2,3 %, hasta los 33.886 millones). Cabe mencionar, en relación con la cartera interior, que todas las categorías de activos registraron un descenso a lo largo de 2020, entre los que destacó, en términos absolutos, el relativo a los valores de renta fija, con un descenso de más de 6.000 millones de euros, hasta situarse en 38.431 millones. La inversión en otras IIC españolas, a diferencia de las extranjeras, apenas se modificó y se situó en los 8.517 millones de euros, muy lejos de su equivalente en la cartera exterior.

Las sociedades gestoras continuaron con el proceso de racionalización de la oferta de fondos, con un descenso en el número de vehículos superior al experimentado en los últimos años (80 en 2020 frente a 22 en 2019). De esta forma, durante el ejercicio se produjeron 71 altas y 151 bajas de FI, lo que hizo que el número de vehículos finalizara el año en 1.515 (véase cuadro 3.1.2). La mayor parte de las bajas, un total de 139, fueron consecuencia de absorciones por parte de otros FI, de los cuales 8 son extranjeros. Esta reducción en el número de vehículos dio lugar a un aumento del patrimonio medio por fondo durante el ejercicio, que pasó de 175,2 millones de euros en 2019 a 184,6 millones en 2020.

#### Altas y bajas en el registro de entidades en 2020

CUADRO 3.1.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/19	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/20
<b>Total IIC de carácter financiero</b>	<b>4.233</b>	<b>83</b>	<b>298</b>	<b>4.018</b>
Fondos de inversión	1.595	71	151	1.515
Sociedades de inversión	2.569	1	143	2.427
IIC de IIC de inversión libre	7	0	0	7
IIC de inversión libre	62	11	4	69
<b>Total IIC inmobiliarias</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>
Fondos de inversión inmobiliaria	2	0	0	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	3	0	0	3
<b>Total IIC extranjeras comercializadas en España</b>	<b>1.033</b>	<b>58</b>	<b>43</b>	<b>1.048</b>
Fondos extranjeros	399	32	24	407
Sociedades extranjeras	634	31	24	641
<b>SGIIC</b>	<b>123</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>123</b>
<b>Depositarios</b>	<b>36</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>35</b>

Fuente: CNMV.

El número de partícipes, a diferencia de la estabilidad experimentada a nivel patrimonial, se incrementó un 7,8 % a lo largo de 2020, con aumentos en los 4 trimestres del año, sobre todo en el último, hasta alcanzar los 12,7 millones (véase anexo estadístico II.1). Por categorías, los fondos de renta fija experimentaron el mayor avance, con 466.970 partícipes más, seguidos por los fondos de renta variable internacional,

con un incremento de 388.419. Estas dos vocaciones ya habían registrado el aumento más significativo de inversores en 2019. Por el contrario, en los fondos garantizados de renta variable, en línea con la evolución de su patrimonio, se produjo la mayor reducción de partícipes, en concreto 72.031 menos que al cierre de 2019, mientras que en los fondos de renta variable euro este descenso fue de 68.794. El 98,2 % de los partícipes de los FI eran personas físicas, un porcentaje muy similar al de 2019, que concentraban el 82,4 % del patrimonio total, 4 décimas por debajo de la cifra del ejercicio anterior (en el que se había producido un descenso de 5 puntos porcentuales).

### Test de estrés sobre los fondos de inversión mobiliarios

RECUADRO 7

El riesgo de liquidez y, en particular, el riesgo de que la proporción de activos líquidos de los fondos de inversión pueda no ser suficiente para atender un aumento potencial en el volumen de peticiones de reembolsos es una de las vulnerabilidades más relevantes que se identifican desde hace algunos años sobre el conjunto de estas instituciones en el ámbito internacional. De hecho, durante la crisis financiera global se produjeron varios casos de fondos monetarios que experimentaron dificultades para atender el incremento de los reembolsos. Desde el punto de vista de los supervisores de estas instituciones, la evaluación e identificación de este riesgo, junto con el desarrollo de herramientas que permitan gestionarlo adecuadamente, se han convertido en tareas esenciales. Así, en lo que respecta a los trabajos destinados a la identificación de este riesgo, se destacan en este recuadro las pruebas conocidas como *test de estrés*, que simulan un *shock* (o varios) en el mercado y evalúan el grado de fortaleza de las instituciones. Este recuadro resume los resultados más relevantes de un ejercicio de este tipo sobre los fondos de inversión mobiliarios españoles, aplicando una metodología que fue iniciada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados —en el marco de trabajo de STRESI— (ESMA, 2019<sup>1</sup>) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase Ojea, 2020<sup>2</sup>).

En concreto, la CNMV diseñó un test de estrés para el sector de fondos de inversión monetarios, instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS) y cuasi-UCITS<sup>3</sup>. La base de datos utilizada para realizar el test se ha extraído de los estados reservados que envían las gestoras de fondos de inversión españoles a la CNMV en su labor como supervisor. La granularidad de la información contenida en esa base de datos con respecto al tipo de partícipe, la composición de la cartera del fondo, la vocación y el volumen de activos permite clasificar los fondos en categorías detalladas y representativas. En este caso, las categorías en las que se han categorizado los fondos de inversión mobiliarios son, siguiendo la clasificación utilizada por ESMA: i) fondos de deuda pública mayorista, ii) fondos de deuda pública minorista, iii) fondos de renta fija corporativa con grado de inversión, iv) fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento, v) fondos de renta fija mixta, vi) fondos de renta variable mayorista, vii) fondos de renta variable minorista y viii) otros fondos de inversión (globales y de retorno absoluto). A continuación se realiza un filtrado de fondos, detallado en Ojea (2020), mediante el que se eliminan de la muestra fondos que, por sus características, podrían introducir distorsiones en la simulación de escenarios. Entre otros, se eliminan aquellos fondos cuyas carteras tienen activos no identificables que suponen más del 40 % de su patrimonio (por ejemplo, fondos que principalmente invierten en otros fondos). También se omiten los



fondos garantizados, por ser fondos que penalizan los reembolsos fuera de las ventanas de liquidez que se encuentran preestablecidas.

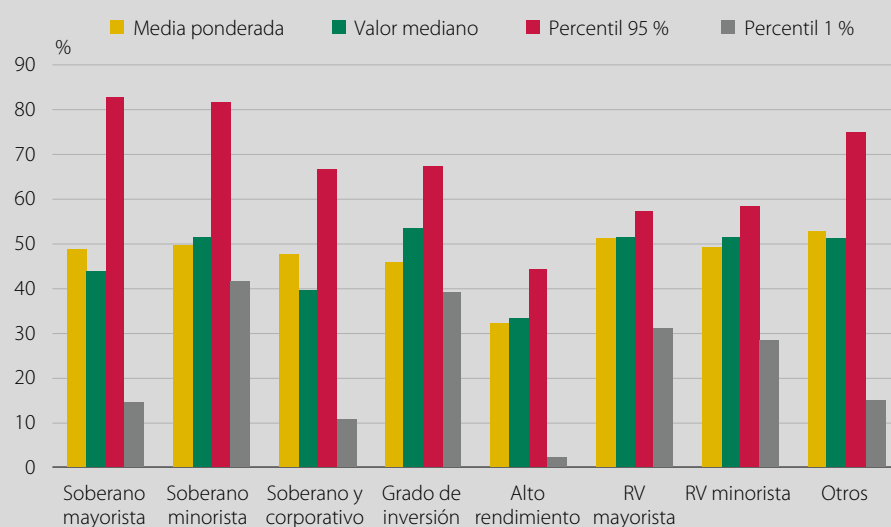
### Resultados del test del estrés con datos a 30 de diciembre de 2020

Mediante la metodología desarrollada por la CNMV, se ha llevado a cabo el ejercicio de test de estrés para los fondos de inversión mobiliarios con datos desde diciembre de 2008 hasta diciembre de 2020. A continuación se presentan los tres tipos de resultados más importantes obtenidos. En primer lugar, se cuantifica la proporción de activos líquidos en la cartera de los fondos de inversión. A continuación, se identifican los fondos que podrían experimentar dificultades para atender las peticiones de reembolsos en diferentes escenarios adversos y, finalmente, se hace una estimación del impacto sobre los mercados financieros derivado de la venta de activos de los fondos.

En el gráfico R7.1 se representa la proporción de activos líquidos de los fondos medido a través del enfoque *High Quality Liquid Assets (HQLA<sup>4</sup>)* por categoría, que delimita los activos a disposición de los fondos para afrontar un *shock* negativo que pudiera suceder durante los siguientes seis meses. La media ponderada de activos líquidos (según este criterio) para la mayoría de categorías se sitúa en torno al 50 % del patrimonio de los fondos. Solo las categorías que incluyen bonos corporativos se encuentran claramente por debajo de esta proporción, en particular la que incluye fondos con un gran porcentaje de bonos corporativos de alto rendimiento en sus carteras. También es importante señalar que en todas las categorías existe un porcentaje de fondos que tienen una liquidez disponible muy por debajo de la media. Esto es especialmente relevante para las categorías de soberano mayorista, y soberano y corporativo.

Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría

GRÁFICO R7.1



Fuente: CNMV.

El análisis, que contempla diferentes escenarios de *shocks* de reembolsos sobre las diferentes categorías de fondos, revela que el mercado de fondos de

inversión mobiliarios es, en general, resistente a los escenarios planteados. Como se observa en el cuadro R7.1, que representa el porcentaje de fondos (o de patrimonio) dentro de cada categoría que podría experimentar dificultades a la hora de atender los reembolsos de diferentes escenarios, solo en la categoría de fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento existen fondos que podrían atravesar problemas de liquidez en todos los escenarios contemplados. Además, únicamente otra categoría, la de otros fondos de inversión, presenta fondos que podrían atravesar problemas en el escenario más extremo, denominado *Conditional Expected Shortfall*, *CoES*<sup>5</sup> ( $\alpha = \beta = 2\%$ ). Para el caso de los fondos de renta fija de alto rendimiento, se identifican 2 fondos que podrían atravesar dificultades en los escenarios menos extremos: *Expected Shortfall*, *ES* ( $\alpha = 3\%$ ), *CoES* ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ ) y *CoES* ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ ). Este número es de 3 cuando se contempla el escenario algo más extremo *CoES* ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ ) y de 9 en el escenario más extremo de todos. Estos fondos representan el 5,2 % (2 fondos), el 7,9 % (3 fondos) y el 23,7 % (9 fondos) de los fondos en esta categoría y suponen, de nuevo en términos de patrimonio, sobre el total de la categoría: el 3,9 %, el 4,0 % y el 8,2 % respectivamente. Por su parte, en concreto, son 2 los fondos que pertenecen a la categoría de otros fondos que podrían tener problemas de liquidez en el escenario más extremo. Estos fondos constituyen el 2,1 % de los fondos de la categoría y el 14,2 % del patrimonio.

### Resultados de los test de estrés (flujos agregados)

CUADRO R7.1

%

#### Número de fondos con $RCR^1 < 1$ en cada estilo/total de fondos en cada estilo

Escenarios	Soberano mayorista	Soberano minorista	Soberano y corporativo	Corporativo grado de inversión	Corporativo alto rendimiento	Renta variable mayorista	Renta variable minorista	Otros
<i>ES</i> ( $\alpha = 3\%^2$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	7,9	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = 2\%^3$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	23,7	0,0	0,0	2,1

#### Patrimonio de los fondos con $RCR^1 < 1$ en cada estilo/Total de fondos en cada estilo

Escenarios	Soberano mayorista	Soberano minorista	Soberano y corporativo	Corporativo grado de inversión	Corporativo alto rendimiento	Renta variable mayorista	Renta variable minorista	Otros
<i>ES</i> ( $\alpha = 3\%^2$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = 2\%^3$ )	0,0	0,0	0,5	0,0	8,2	0,0	0,0	14,2

Fuente: CNMV. (1) RCR es la ratio de cobertura de reembolsos y se define como el cociente entre el volumen de activos líquidos de cada fondo y el tamaño del reembolso. Por tanto, aquellos fondos con  $RCR < 1$  se identifican como los que pueden experimentar problemas de liquidez de forma directa. (2) Este es el escenario central contemplado en el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). *ES* es el acrónimo de *Expected Shortfall*, una medida de riesgo que evalúa, en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. En

este ejercicio se considera el 3 % de mayores reembolsos. (3) El número de fondos que podrían presentar problemas de liquidez son 8: 1 corresponde a la categoría de soberano y corporativo, 6 a la de corporativo de alto rendimiento y 1 a la de otros.

El último paso de este ejercicio consiste en estimar el impacto en los precios de los mercados de deuda y renta variable cuando los fondos se enfrentan a escenarios de reembolsos adversos. Estos resultados, que se muestran en el cuadro R7.2, sugieren que el impacto es limitado. Como era de esperar, incluso en el escenario más adverso, *CoES* ( $\alpha = \beta = 2\%$ ), y con el método de liquidación prorrateada<sup>6</sup>, se estima que los precios de los activos de renta variable caerían de media 6,95 puntos básicos (p.b.), los de la deuda privada *investment grade* (IG) lo harían 6,80 p.b., los de la deuda privada *high yield* (HY) 4,87 p.b. y los de la deuda pública 2,76 p.b.

### Impacto sobre los precios de los activos en los mercados de valores CUADRO R7.2

#### Liquidación prorrateada (p.b.)

Escenarios	Deuda pública	Deuda privada IG	Deuda privada HY	Renta variable
<i>ES</i> ( $\alpha = 3\%$ <sup>1</sup> )	1,43	3,06	1,59	3,40
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )	1,17	2,44	1,15	2,67
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )	1,40	3,03	1,58	3,27
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )	1,60	3,47	1,86	3,82
<i>CoES</i> ( $\alpha = \beta = 2\%$ )	2,76	6,80	4,87	6,95

Fuente: CNMV. (1) Este es el escenario central contemplado para el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). *ES* es el acrónimo de *Expected Shortfall*, una medida de riesgo que evalúa, en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. En este ejercicio se considera el 3 % de mayores reembolsos.

- 1 ESMA (2019). *Stress simulation for Investment funds*. ESMA Economic Report.
- 2 Ojea, J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión». *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47.
- 3 Los fondos monetarios son aquellos regulados en el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario. Los fondos UCITS son aquellos regulados en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En España, tanto los fondos considerados UCITS como los cuasi-UCITS están regulados por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y su reglamento de aplicación, que traspone a la legislación española la Directiva 2009/65/CE. Es importante señalar que, según la normativa europea, la mayoría de los fondos cuasi-UCITS se consideran instituciones de inversión colectiva alternativa, que ESMA incluye en la categoría de «otros». Estos fondos alternativos se encuentran regulados a nivel europeo mediante la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.
- 4 El enfoque *High Quality Liquid Assets* mide la liquidez de la cartera del fondo mediante un índice que atribuye a cada clase de activo un grado de liquidez (un peso que puede tomar valores de 0 a 100) en función de sus características:  $HQLA_i = \sum_{k=1}^n (w_{i,k} * s_{i,k}) * 100$ . Donde  $w_{i,k}$  es el peso (grado de liquidez) que tiene el activo  $k$  del fondo  $i$  y  $s_{i,k}$  representa la proporción de ese activo en la cartera del fondo. Es decir, el índice *HQLA* es una media ponderada de la liquidez de los activos que componen la cartera del fondo. Los pesos atribuidos,  $w_{i,k}$ , se corresponden con los aplicados en Basilea III.

- 5 El CoES se define formalmente como  $CoES_{ij}(\alpha, \beta) = \int_0^u F_i^{-1}(v) dv$ , donde  $u = F_i^{-1}(CoVaR_{ij}(\alpha, \beta))$  y  $F_i^{-1}$  es la función de distribución inversa de la variable  $i$ . Por su parte, el CoVaR toma un valor que cumple en este contexto:  $Pr(\text{Flujo neto } \%_i < CoVaR_{ij}(\alpha, \beta) \mid \text{Flujo neto } \%_j < VaR_j(\alpha)) = \beta$ , donde  $VaR_j(\alpha)$  es el percentil  $\alpha$  de los flujos netos  $j$  que determina la severidad de los reembolsos condicionales, mientras que  $\beta$  es el percentil que determina la severidad de los reembolsos condicionados al escenario anterior. Por ejemplo, en un CoES ( $\alpha = \beta = 2\%$ ) para calcular el shock de reembolso al que se tienen que enfrentar los fondos de cada una de las categorías, se han tenido en cuenta el 2 % de los mayores reembolsos de cada categoría seleccionados en los momentos en los que para todo el sector de fondos se han producido el 2 % de mayores reembolsos.
- 6 El método de liquidación prorrateada consiste en liquidar los activos de un fondo de tal manera que siempre se mantienen las proporciones que cada activo representa en la cartera independientemente de su patrimonio. Este sería el método más apropiado desde el punto de vista de la protección del inversor y se distingue del método de liquidación en cascada, por el que se venden en primer lugar los activos más líquidos.

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

El número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en 2020, siguiendo la tendencia de los últimos 4 años y finalizó el ejercicio con un total de 2.427 vehículos frente a los 2.569 al cierre de 2019 (fruto de 143 bajas y 1 sola alta). La contracción del sector se vio reflejada también en el número de accionistas, que retrocedió un 9,5 %, hasta alcanzar los 362.133. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB<sup>2</sup>).

El descenso del número de instituciones y, en menor medida, el comportamiento desfavorable de los mercados durante el primer trimestre del año propiciaron un retroceso del patrimonio de las SICAV del 6,4 %, hasta los 26.936 millones de euros. La disminución del patrimonio fue relativamente parecida a la del número de entidades, por lo que el patrimonio medio por SICAV apenas experimentó cambios en relación con el año anterior, ya que pasó de los 11,2 millones de euros a finales de 2019 hasta los 11,1 millones en 2020. El patrimonio medio por accionista, en cambio, registró un avance del 3,4 %, desde los 71.918 euros a los 74.382 euros.

La evolución descendente del número de entidades que pertenecen a este subsector de la inversión colectiva desde 2016 ha venido reflejando, en parte, la existencia de un cierto nivel de incertidumbre acerca de posibles cambios regulatorios que pudieran afectarlo: desde entonces se ha reducido el número de vehículos en un 28 %, que llegaron a superar los 3.300. Es importante tener en cuenta que este conjunto de compañías contribuye a que exista un mayor número de profesionales con experiencia de alto nivel en las diversas facetas de la gestión de patrimonios, por lo que son vehículos relevantes para el desarrollo y la sofisticación de los servicios de inversión en España.

En relación con la distribución del patrimonio de estos vehículos, en el cuadro 3.1.3 se puede observar que durante 2020 el descenso del patrimonio tuvo su reflejo en el valor de la cartera de inversiones financieras, que se contrajo un 5,5 %, hasta los 24.523 millones de euros. Por su parte, la tesorería, que ya había experimentado un

2 Tan solo ocho SICAV no cotizaban en este mercado (que pasó a denominarse BME Growth en septiembre), seis de las cuales estaban inmersas en un proceso de liquidación.

ligero retroceso en 2019, se redujo un 16,5 %, hasta situarse en 2.222 millones de euros. El peso relativo de la cartera exterior dentro de la cartera total siguió aumentando, más de 3 puntos porcentuales en 2020, para suponer un 86 % al cierre del ejercicio (78,3 % del patrimonio total). Entre las diferentes categorías de inversión en el exterior, cabe destacar, como en el caso de los FI, el incremento de la importancia relativa de la inversión en otras IIC, que pasó a representar un 53,5 % de esta cartera (49,4 % en 2019). Por el contrario, la inversión en valores de renta fija experimentó una considerable contracción, concretamente del 30,1 %, lo que hizo que su peso disminuyera del 21,6 % al 15,3 % de la inversión extranjera.

### Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión<sup>1</sup>

CUADRO 3.1.3

Importes en millones de euros

	2019	%	2020	%	% var. 20/19
<b>Patrimonio</b>	<b>28.793</b>	<b>100,0</b>	<b>26.936</b>	<b>100,0</b>	<b>-6,4</b>
<b>Cartera de inversiones financieras</b>	<b>25.940</b>	<b>90,1</b>	<b>24.523</b>	<b>91,0</b>	<b>-5,5</b>
Cartera interior	4.588	15,9	3.414	12,7	-25,6
Valores representativos de deuda	1.217	4,2	732	2,7	-39,9
Instrumentos de patrimonio	1.983	6,9	1.601	5,9	-19,3
Instituciones de inversión colectiva	1.232	4,3	968	3,6	-21,4
Depósitos en EE. CC.	99	0,3	44,6	0,2	-54,5
Derivados	0,8	0,0	3,2	0,0	275,0
Otros	56,8	0,2	66	0,2	16,2
Cartera exterior	21.348	74,1	21.086	78,3	-1,2
Valores representativos de deuda	4.618	16,0	3.226	12,0	-30,1
Instrumentos de patrimonio	6.134	21,3	6.548	24,3	6,7
Instituciones de inversión colectiva	10.549	36,6	11.276	41,9	6,9
Depósitos en EE. CC.	1,1	0,0	0,0	0,0	-100,0
Derivados	34,1	0,1	23,8	0,1	-29,6
Otros	12,5	0,0	12,6	0,0	4,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	3,8	0,0	4,9	0,0	31,6
<b>Inmovilizado intangible</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-</b>
<b>Inmovilizado material</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Tesorería</b>	<b>2.660</b>	<b>9,2</b>	<b>2.222</b>	<b>8,2</b>	<b>-16,5</b>
<b>Neto deudores/acreedores</b>	<b>192,1</b>	<b>0,7</b>	<b>190,8</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,6</b>
<b>Pro memoria: n.º accionistas</b>	<b>400.359</b>	<b>-</b>	<b>362.133</b>	<b>-</b>	<b>-9,5</b>

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

Por su parte, la cartera interior experimentó un descenso tanto de su peso relativo como de su valor en términos absolutos, ya que pasó de 4.588 millones de euros y un porcentaje del 17,7 % de la cartera en 2019 a 3.414 millones y un peso del 13,9 % en 2020. Las principales categorías de activos dentro de la inversión nacional (valores de renta fija, renta variable e inversión en otras IIC) registraron importantes descensos, que oscilaron entre el 19,3 % de la renta variable y el 39,9 % de los instrumentos de deuda. Estas variaciones heterogéneas provocaron cambios en la distribución entre los distintos instrumentos en la misma dirección que los producidos en la cartera exterior, con un incremento del 26,9 % al 28,3 % de la importancia relativa de la inversión en otras IIC y una reducción del peso de los valores de renta fija de 5 puntos porcentuales,

hasta el 21,4 %. En todo caso, cabe destacar que los porcentajes de inversión de las SICAV en renta variable nacional y en IIC españolas continuaron siendo superiores a los de los FI (5,9 % y 3,6 % frente a 2,2 % y 3,0 %, respectivamente).

### 3.1.3 IIC de inversión libre

En España, a diferencia de otros países europeos, la inversión libre continúa teniendo una presencia reducida dentro de la inversión colectiva, con un peso relativo inferior al 1 % del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado por dos tipos de vehículos, según inviertan de forma directa en activos financieros (IIC de inversión libre) o a través de la inversión en 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 creció en 2020 con menos intensidad que en 2019 (4,9 % frente a 24,4 %), situándose a finales de diciembre en 3.565 millones de euros. Este avance fue dispar entre los distintos tipos de vehículos: mientras que el patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre se incrementó un 15,4 %, hasta los 652,8 millones de euros, el de las IIC de inversión libre experimentó una variación más leve, del 2,8 %, y cerró el año en 2.912,6 millones de euros. A finales de 2020, los vehículos constituidos como fondos concentraban el 80,1 % del patrimonio de este segmento (81,3 % en 2019); de estos, 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 12,7 % (11,9 % en el ejercicio anterior). Las fórmulas societarias, por su parte, suponían en su conjunto el 19,9 % restante.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados durante el año, ya que, en ambos tipos de vehículos, se observó un rendimiento negativo en el primer trimestre y positivo en los tres trimestres siguientes. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre, la rentabilidad en el conjunto del año fue del 3,7 %, gracias a un primer trimestre en el que el comportamiento de la cartera (-3,5 %) fue menos desfavorable que el de otros vehículos, mientras que en las IIC de inversión libre la rentabilidad anual se situó en el 1,8 % (-13,8 % en el primer trimestre).

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones creció un 4,0 % (412 más que en 2019), por lo que a finales de año había un total de 10.819. Este movimiento fue consecuencia casi exclusivamente de las altas producidas en el segmento de IIC de inversión libre, con un aumento en el número de partícipes del 5,5 %, hasta los 7.961. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre, el número de partícipes se mantuvo prácticamente constante y finalizó 2020 en 2.858.

Por otra parte, el número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV a finales de 2020 era de 76, 7 más que al cierre del año anterior. Como se puede observar en el cuadro 3.1.2, este incremento tuvo lugar únicamente en el segmento de las IIC de inversión libre, donde se produjeron 11 altas y 4 bajas, por lo que el año cerró con 69 instituciones. En el caso de las IIC de IIC de inversión libre no hubo ningún movimiento en el registro de la CNMV, con lo que la cifra permanece estable desde mediados de 2018, con 7 vehículos registrados.

### 3.1.4 IIC inmobiliarias

En los momentos en que la crisis financiera fue más aguda en España, en 2008, las IIC inmobiliarias comenzaron a experimentar una continua e importante contracción, tanto del patrimonio gestionado como del número de partícipes. A pesar de la recuperación de los sectores inmobiliario y de la construcción a partir de 2015, las principales magnitudes de estos vehículos siguieron evolucionando de forma negativa. Una de las razones principales es que la inversión inmobiliaria en España se está canalizando principalmente a través de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) —adaptación española de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países<sup>3</sup>—, que han ido acaparando el negocio relacionado con el sector inmobiliario. En consecuencia las IIC inmobiliarias tienen en la actualidad un peso ínfimo dentro de la inversión colectiva, con una gestión de poco más de 1.200 millones de euros, habiendo llegado a gestionar más de 9.500 millones a mediados del año 2007.

En 2020 no se produjo ningún movimiento en el registro de IIC inmobiliarias de la CNMV, de forma que el número de entidades a final de año continuaba siendo de cinco: dos fondos de inversión inmobiliaria (FII) y tres sociedades de inversión inmobiliaria (SII). Cabe mencionar, no obstante, que estos dos FII que todavía permanecen operativos informaron en 2011 y 2015 a la CNMV que estaban iniciando un proceso de liquidación. Por su parte, una de las tres SII también se encuentra en proceso de liquidación.

En relación con los 2 FII existentes, desde finales de 2018 no se han producido apenas cambios en las principales magnitudes, por lo que al cierre de 2020 continuaba habiendo 483 partícipes y el patrimonio gestionado por estos vehículos era de 310,8 millones de euros, un 0,5 % más que a finales de 2019. La rentabilidad de estos fondos, que en 2018, por primera vez desde que comenzó la crisis, abandonó el terreno negativo, fue del 0,47 % en 2020.

Las SII experimentaron, igual que en los años precedentes, un notable incremento patrimonial durante 2020, concretamente del 18,8 %, hasta los 907,1 millones de euros, volumen que, no obstante, resulta poco significativo en el conjunto de la inversión colectiva española. De este avance, alrededor de dos tercios fueron consecuencia de los rendimientos positivos obtenidos durante el periodo, mientras que el tercio restante se debió a las suscripciones netas efectuadas por los partícipes. El número de accionistas, por el contrario, prácticamente se mantuvo constante y cerró el año en 315 (316 en 2019).

---

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

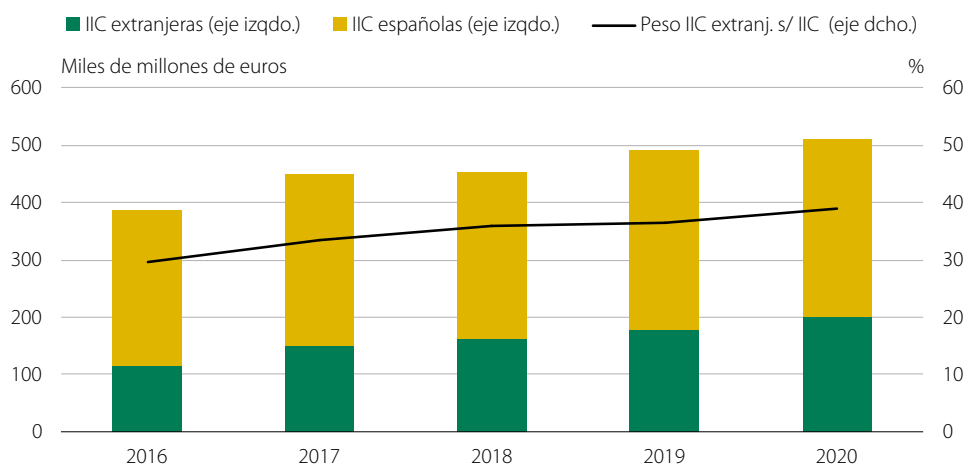
### 3.1.5 IIC extranjeras comercializadas en España

Como se puede observar en el gráfico 3.1.2, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España ha experimentado un continuo y notable avance durante los últimos años, con lo que desde mediados de 2012 hasta finales de 2017 la cifra se quintuplicó. Siguiendo esta tendencia, y a pesar de las circunstancias excepcionales que se vivieron en 2020, la inversión volvió a crecer de forma significativa, hasta situarse en 199.419 millones de euros a finales del ejercicio, un 11,5 % por encima de la cifra de 2019.

El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV también aumentó durante 2020, con un total de 15 entidades más, por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.048 vehículos de este tipo (407 fondos y 641 sociedades). A diferencia de lo sucedido en 2019 —año en que el crecimiento se debió únicamente a las sociedades (el número de fondos se redujo en 30)—, en 2020 las altas superaron a las bajas tanto en el caso de los fondos, con 8 más que el año anterior, como en el de las sociedades, con 7 más. La mayor parte de las altas correspondió a vehículos procedentes de Luxemburgo (10 más que en 2019), hasta alcanzar los 472 (véase anexo estadístico II.5). El número de vehículos franceses también se incrementó, en 3, después de haber descendido con fuerza en 2019 y 2018, con 70 vehículos menos entre ambos ejercicios.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

GRÁFICO 3.1.2



Fuente: CNMV. (1) A partir del primer trimestre de 2018 los datos de participes 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 los últimos tres años 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 2020 había un total de 123 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, la misma cifra que al cierre de 2019, tras haberse producido 2 altas y 2 bajas (para mayor detalle, véase anexo estadístico II.6). De esta forma, se detiene la expansión que se había producido a lo largo de los últimos 5 años (entre 2014 y 2019 el número de entidades pasó de 96 a 123). El patrimonio gestionado por estas entidades se redujo un 0,4 %, hasta situarse ligeramente por debajo de los 311.000 millones de euros, mostrándose en línea con la



tendencia estable del sector. De esta cifra, como en ejercicios anteriores, alrededor del 90 % correspondía a fondos de inversión mobiliarios nacionales, seguido por IIC extranjeras, con un patrimonio gestionado por sociedades gestoras españolas de alrededor de 15.600 millones de euros, lo que supone un 4,9 % del total. Además, el sector continuó mostrando una elevada concentración: las 3 mayores gestoras mantenían a finales de 2020 una cuota conjunta del 43,5 % del patrimonio total, un dato superior al 41,8 % de cierre de 2019.

A pesar de la estabilidad del patrimonio gestionado por las SGIIC, sus beneficios agregados antes de impuestos se redujeron un 6,2 % con respecto a 2019, año en el que ya habían registrado una importante contracción, hasta situarse en los 909,6 millones de euros al cierre de 2020. Este descenso se explica, como en el ejercicio anterior, por la reducción de las comisiones netas, que representan aproximadamente un 99 % del margen bruto de las SGIIC. A pesar de que las comisiones satisfechas disminuyeron un 2,0 %, hasta los 1.413 millones de euros, fue más intenso el descenso de las comisiones percibidas, que fue del 2,3 %, situándose en los 2.929 millones de euros. La causa principal de esta evolución estuvo en las comisiones por gestión de IIC —que son, con diferencia, las más relevantes, con alrededor del 87 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras—, ya que experimentaron un retroceso del 3,5 %, hasta los 2.546 millones de euros. Las comisiones percibidas por suscripción y reembolso también se redujeron, concretamente un 7,8 %, situándose en poco menos de 12 millones de euros. Por el contrario, las comisiones incluidas en el epígrafe «Otras» registraron un avance del 6,7 % como consecuencia, principalmente, del comportamiento de las comisiones de gestión de entidades de capital riesgo, que mostraron un aumento del 26,3 % y superaron los 70 millones de euros (véase cuadro 3.1.4). Como consecuencia de la disminución de las comisiones de gestión percibidas, la comisión media de gestión de IIC se redujo en 2020 y se situó al cierre del año en el 0,82 %, frente al 0,85 % de 2019 (0,91 % en 2018).

### Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 3.1.4

Importes en miles de euros

	2019	2020	Var. (%)
<b>Margen de intereses</b>	<b>958</b>	<b>662</b>	<b>-30,9</b>
Comisiones netas	1.556.633	1.515.601	-2,6
Comisiones percibidas	2.998.367	2.928.983	-2,3
Gestión de IIC	2.637.719	2.545.899	-3,5
Suscripción y reembolso	12.672	11.689	-7,8
Otras	347.975	371.393	6,7
Comisiones satisfechas	1.441.734	1.413.382	-2,0
Resultado de inversiones financieras netas	3.407	2.349	-31,1
Rendimientos de instrumentos de capital	6.638	4.233	-36,2
Diferencias de cambio netas	-247	-1.053	326,3
Otros productos y cargas de explotación netas	1.908	9.201	382,2
<b>Margen bruto</b>	<b>1.569.297</b>	<b>1.530.993</b>	<b>-2,4</b>
Gastos de explotación	577.814	582.490	0,8
Personal	323.777	325.113	0,4
Generales	254.037	257.377	1,3
Amortizaciones y otras dotaciones netas	15.071	42.950	185,0
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-70	783	-
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>976.482</b>	<b>904.770</b>	<b>-7,3</b>
Otras ganancias y pérdidas	-7.194	4.832	-167,2
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>969.288</b>	<b>909.602</b>	<b>-6,2</b>
Impuesto sobre beneficios	-272.760	-261.193	-4,2
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>696.528</b>	<b>648.409</b>	<b>-6,9</b>
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>696.528</b>	<b>648.409</b>	<b>-6,9</b>

Fuente: CNMV.

El empeoramiento de los resultados del sector provocó un aumento del número de entidades en pérdidas de 7 con respecto a 2019, hasta alcanzar las 28. A pesar de ello, el valor agregado de las pérdidas se redujo ligeramente, un 2,7 %, hasta los 7,6 millones de euros (véase cuadro 3.1.5).

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

CUADRO 3.1.5

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos	N.º entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas
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
2020	909.602	28	7.627

Fuente: CNMV.

### 3.1.7 Depositarios de IIC

Al igual que en el año anterior, y 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 2020 no se produjeron apenas movimientos en este sentido. De esta forma, tan solo se produjo 1 baja, por lo que el número de depositarios registrados a diciembre de 2020 era de 35, de los cuales 22 estaban operativos. De estos, los vehículos pertenecientes a grupos bancarios mantienen un claro predominio en el sector, con el 95,6 % del patrimonio total de las IIC depositado en estos grupos al finalizar 2020, porcentaje muy similar al de 2019. El 4,4 % restante se repartía entre cooperativas de crédito, sociedades de valores y compañías de seguros. Del importe depositado en bancos, un 30,8 % correspondía a sucursales de entidades financieras extranjeras, en su mayoría pertenecientes a la Unión Europea. De esta cifra, más del 70 % estaba concentrado en 1 única entidad establecida en Francia.

## 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 (SGIIC). 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 de inversión más limitado que las sociedades y agencias de valores.

Con independencia del tipo de entidad, se puede deducir que en torno al 67 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en sentido amplio<sup>4</sup> (medido a través de las comisiones percibidas) es desarrollado por bancos comerciales o por entidades que consolidan sus cuentas en ellos. El resto de la actividad 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 CNMV y cuya actividad principal es la prestación de servicios de inversión<sup>5</sup>. 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 desa-

4 Incluyendo la actividad de gestión de IIC.

5 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.

rolla una actividad de supervisión integral de las entidades —que incluya solvencia y normas de conducta— como en el caso de las ESI o las SGIIC (véase epígrafe 3.2.1).

En 2020, un ejercicio marcado por el *shock* provocado por la pandemia del COVID-19, la actividad de las sociedades de valores en cuanto a prestación de servicios de inversión aumentó en comparación con la de ejercicios anteriores. Este crecimiento se debió a que una sociedad que pertenece a una entidad de crédito extranjera incrementó su actividad de forma notable<sup>6</sup>. Debido al *bretxit*, esta entidad decidió traspasar a España parte de la actividad que realizaba en el Reino Unido y que se basa en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes sobre derivados. Si exceptuamos a esta entidad, el resto de sociedades vieron reducida su actividad, mientras que las agencias la aumentaron.

Los resultados de estas entidades siguieron mostrando el cambio de modelo de negocio que están experimentando un número significativo de sociedades y agencias de valores. Tradicionalmente, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes eran la principal fuente de ingresos para ambas. Sin embargo desde hace años 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). Además, una parte de las sociedades y agencias de valores han tendido a especializarse en otros servicios de inversión y actividades auxiliares. Estos factores han motivado que el peso de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes haya sido menor para un número significativo de entidades del sector en los últimos ejercicios.

Al contrario que en los últimos años, las inversiones por cuenta propia aumentaron de forma notable para las sociedades de inversión. Así, crecieron un 218,7 % con respecto a 2019 y supusieron el 18,1 % del margen bruto del subsector. Gran parte de este aumento se debió a la venta de las acciones de BME que todavía conservaban dos sociedades de valores que decidieron acudir a la opa lanzada por SIX. También es importante destacar en este ejercicio el aumento de los ingresos por otros productos y cargas de explotación, que pasaron a representar el 17,2 % del margen bruto.

Por su parte, las agencias de valores experimentaron un ligero aumento en sus ingresos debido principalmente al incremento de las comisiones por asesoramiento en materia de inversión. Cabe señalar que este habría sido aún mayor si no hubiera sido por la aportación negativa de los resultados de inversiones financieras de una agencia que fue intervenida por la CNMV.

El aumento de los ingresos de las sociedades y agencias de valores se tradujo en un incremento del margen bruto agregado del sector en comparación con el del año anterior. Sin embargo, este aumento de la actividad del sector vino acompañado de un incremento significativo de los gastos de explotación. Este hecho fue más relevante en el caso de las agencias, donde los gastos crecieron con más intensidad que los ingresos. En el cómputo total, los resultados antes de impuestos del sector se incrementaron respecto a los de 2019, si bien la evolución fue dispar entre sociedades y agencias, con un aumento del 80,1 % de los resultados en las primeras y un descenso del 25,7 % en las segundas.

Un número elevado de entidades (32 de 95) cerraron el ejercicio con pérdidas (12 sociedades de valores y 20 agencias). El importe agregado de las pérdidas descendió

con respecto al año anterior un 32,9 %. La existencia de una cantidad relevante de entidades en pérdidas es todavía el reflejo de unos procesos de ajuste notable en el sector, que se deriva del desplazamiento de parte del negocio a las entidades de crédito, y de reorientación del negocio desde los servicios de inversión tradicionales hacia otros que, al menos por el momento, no son igual de rentables. Por su parte, la repercusión de la crisis del COVID-19 sobre el sector no parece que haya sido especialmente relevante durante el ejercicio 2020. Sin embargo, es difícil predecir la repercusión futura de este *shock* negativo en el sector, pues dependerá de su duración e impacto final en la economía y en los mercados financieros.

El margen de cobertura del sector en relación con los recursos propios exigidos por la normativa disminuyó de forma notable, aunque continuó siendo holgado. No obstante, es importante destacar que 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 disminuyeron de forma apreciable. Hay que destacar que el peso de los clientes minoristas aumentó por tercer ejercicio consecutivo hasta convertirse en el principal tipo de cliente en detrimento de los clientes no minoristas (grandes inversores, incluidas IIC, y otros inversores institucionales).

Con respecto a las SGC, al cierre de 2020 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2019. 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 que pueden prestar servicios de inversión ascendía a 111 a finales de 2020, 1 menos que en 2019<sup>7</sup>. Este ligero descenso se debe a la baja de una filial que pertenece a una entidad de crédito extranjera. 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 487, 11 más que el año anterior. De ellas, 432 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 55 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (482 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 bancarios. Como se observa en el cuadro, el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC aumentó un 8,5 % en 2020, hasta situarse en 4.738 millones de euros.

---

7 Cabe señalar que en 2020, de las 111 entidades de crédito registradas, se puede considerar que 101 están activas en la prestación de servicios de inversión.

La prestación de servicios de inversión supuso para las entidades de crédito unas comisiones de 2.133 millones de euros, un 15,5 % más que en 2019. Los ingresos obtenidos por los diferentes servicios de inversión mostraron un crecimiento de dos dígitos en todas sus partidas. En particular, aumentaron de forma notable las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (21,5 %), y por colocación y aseguramiento de valores (19,6 %). Por su parte, los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras crecieron un 12,1 % y un 10,7 % respectivamente. El aumento observado en los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes podría estar relacionado, al menos en parte, con el hecho de que la negociación en los mercados de valores fue mayor durante los momentos más turbulentos de la crisis en un entorno de alta volatilidad (véase capítulo 2).

En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares relacionados con la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito percibieron 1.023 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 10,9 % con respecto a 2019. En este caso, las comisiones de los diferentes servicios auxiliares experimentaron un gran avance en comparación con los importes del ejercicio anterior, salvo en la partida de administración y custodia, que se mantuvo estable.

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

CUADRO 3.2.1

Importes en millones de euros

	2017	2018	2019	2020	% s/ total comisiones EE. CC.
<b>Por servicios de inversión</b>	<b>1.759</b>	<b>1.735</b>	<b>1.847</b>	<b>2.133</b>	<b>14,0</b>
Colocación y aseguramiento de valores	283	217	296	355	2,3
Tramitación y ejecución de órdenes	571	510	498	605	4,0
Gestión discrecional de carteras	389	414	479	530	3,5
Asesoramiento en materia de inversión	516	595	573	643	4,2
<b>Por servicios auxiliares</b>	<b>890</b>	<b>965</b>	<b>923</b>	<b>1.023</b>	<b>6,7</b>
Administración y custodia	653	667	650	651	4,3
Elaboración de informes y análisis financieros	148	184	148	206	1,4
Otros servicios auxiliares	89	115	125	166	1,1
<b>Por comercialización de productos financieros no bancarios</b>	<b>3.739</b>	<b>4.222</b>	<b>4.084</b>	<b>4.010</b>	<b>26,4</b>
Instituciones de inversión colectiva	1.821	1.688	1.597	1.581	10,4
Fondos de pensiones	498	892	927	972	6,4
Seguros	1.330	1.507	1.437	1.377	9,1
Otros	90	135	123	80	0,5
<b>Total</b>	<b>6.387</b>	<b>6.922</b>	<b>6.854</b>	<b>7.166</b>	<b>47,2</b>
<b>Pro memoria:</b>					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	4.469	4.388	4.367	4.738	31,2
<b>Ingresos totales por comisiones</b>	<b>14.295</b>	<b>14.928</b>	<b>15.134</b>	<b>15.190</b>	<b>100,0</b>

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.

Por su parte, los ingresos percibidos por la comercialización de productos no bancarios disminuyeron un 1,8 %. Al igual que en 2019, se observó un avance en los ingresos por comercialización de fondos de pensiones y una disminución 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 incrementó desde el 28,9 % en 2019 hasta el 31,2 % en 2020. Este aumento se produce en un contexto en el que las comisiones totales percibidas por las entidades de crédito apenas crecieron (un 0,4 %). En los últimos años, la presión del entorno de bajos tipos de interés sobre sus ingresos está dando lugar a un cambio del modelo de negocio de las entidades de crédito, con el que se trata de compensar, en la medida de lo posible, el descenso de sus ingresos tradicionales derivados del margen de intereses con avances en comisiones por servicios bancarios y financieros.

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 se realiza en su mayoría por parte de 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, por lo que las propias entidades de crédito han asumido la actividad antes realizada por ellas. Así, 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 tuvieron durante muchos años una participación mayoritaria en las comisiones. En 2013 esta situación cambió y en los últimos ejercicios las entidades de crédito han ganado cuota de mercado en este segmento de forma progresiva, hasta alcanzar en él cifras en torno al 70 %.

### Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2020

CUADRO 3.2.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores <sup>1</sup>	Entidades de crédito (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
<b>Total servicios de inversión</b>	<b>464</b>	<b>3.714</b>	<b>4.179</b>	<b>88,9</b>
Colocación y aseguramiento de valores	7	355	362	97,9
Tramitación y ejecución de órdenes	276	605	882	68,7
Gestión de carteras	28	530	558	95,0
Asesoramiento en materia de inversión	40	643	683	94,2
Comercialización de IIC	113	1.581	1.694	93,3
<b>Total servicios auxiliares</b>	<b>227</b>	<b>1.023</b>	<b>1.250</b>	<b>81,9</b>
Administración y custodia	40	651	691	94,2
Otros servicios auxiliares	187	372	558	66,6

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Incluye sociedades gestoras de cartera.

En cuanto a los servicios auxiliares relacionados con los servicios de inversión, las entidades de crédito también tienen un peso muy superior al de las ESI, si bien es menor que en los servicios de inversión. En este sentido, hay que destacar que en la partida de «otros servicios auxiliares», las ESI percibieron más del 30 % de los ingresos totales de este segmento de mercado.

## 3.2.2 Empresas de servicios de inversión<sup>8</sup>

### 3.2.2.1 Sociedades y agencias de valores

#### *Autorización y registro*

A finales de 2020, un total de 95 sociedades y agencias de valores estaban registradas en la CNMV, el mismo número que a finales de 2019. Esta estabilidad en el número de entidades, unida al aumento registrado el año pasado, podría interpretarse como un signo positivo para el sector, sobre todo en el contexto de incertidumbre provocado por la pandemia del COVID-19. Se observa que los grupos bancarios continúan con los procesos de integración de sus agencias y sociedades de valores en el banco matriz, lo que da lugar a bajas de entidades, que son compensadas por las altas de entidades independientes y vinculadas a entidades no bancarias. Este hecho pone de manifiesto la transformación de este sector hacia una composición con una presencia creciente de entidades independientes y vinculadas a grupos financieros no bancarios.

Como se puede apreciar en el cuadro 3.2.3, en 2020 se produjeron ocho altas y ocho bajas de entidades. De las primeras, cuatro correspondieron a agencias de valores independientes. Las cuatro restantes fueron: una sociedad y dos agencias de valores que pertenecían a grupos financieros no bancarios y una agencia propiedad de un banco andorrano. Respecto a las bajas, cuatro de las registradas provinieron de integraciones en el grupo bancario al que pertenecen, tres de sociedades de valores y una de una agencia de valores. Las otras cuatro entidades que causaron baja fueron dos agencias de valores independientes y otras dos agencias, una que se transformó en una sociedad de valores y otra que lo hizo en una SGIIC (véase anexo estadístico II.8).

Por su parte, durante 2020 se produjo un solo cambio de control entre las agencias y sociedades de valores (véase anexo estadístico II.9). Este cambio afectó a una agencia de valores que fue adquirida por una empresa aseguradora suiza. Respecto al número de representantes utilizados por las ESI, este disminuyó de forma notable, de 2.305 a finales del ejercicio 2019 a 1.760 al cierre del ejercicio 2020.

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 2020, 55 entidades se encontraban bajo este régimen (6 más que el año anterior, véase anexo estadístico II.10) y 4 entidades españolas mantenían sucursales en otros países, 2 menos respecto al cierre de 2019. La lista de países en los que las entidades operaban bajo el régimen de sucursal se mantuvo sin cambios.

---

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



## Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 3.2.3

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

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/19	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/20
<b>Entidades nacionales</b>	<b>95</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>95</b>
Sociedades de valores	39	2	3	38
Agencias de valores	56	6	5	57
<b>Entidades extranjeras</b>	<b>3.085</b>	<b>147</b>	<b>104</b>	<b>3.128</b>
Con sucursal	65	9	8	66
En libre prestación de servicios	3.020	138	96	3.062
<b>Pro memoria:</b>				
Representantes	2.305	205	750	1.760

Fuente: CNMV.

Como se indica en el cuadro 3.2.3, en 2020 un total de 147 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 104. 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 3.062, por encima de las 3.020 de 2019. La mayor parte de estas entidades estaban autorizadas en el Reino Unido, seguidas a gran distancia por las entidades autorizadas en Chipre, Holanda y Alemania. A su vez, el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 65 a 66. A pesar del aumento del número de sucursales, se produjo un significativo descenso en aquellas radicadas en el Reino Unido, al pasar de 33 a 26 (véase anexo estadístico II.7). Este descenso está sin duda vinculado al proceso del *brexit*. En este mismo sentido, es muy importante destacar que las entidades del Reino Unido perdieron su pasaporte comunitario para operar en España el día 1 de enero de 2021. A partir de esa fecha, si quisieren seguir ejerciendo su actividad, deben volver a registrarse como entidades extracomunitarias. A 31 de marzo de 2021, solo dos entidades se encuentran inscritas como sucursales y ninguna en régimen de libre prestación de servicios. Esto ha provocado que el número de entidades que operan en libre prestación en España haya pasado a ser de 884.

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*).

## Resultados

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2020 un resultado conjunto antes de impuestos de 136,5 millones de euros, lo que supuso un aumento del 80,1 % con respecto al año anterior, debido al crecimiento del resultado de las sociedades de valores (98,0 %). Por su parte, las agencias de valores vieron disminuidos los suyos (-25,7 %).

Este incremento de los beneficios del sector se debió, en gran medida, a los mejores resultados de las sociedades de valores de gran tamaño y a las menores pérdidas de las sociedades que obtuvieron resultados negativos. Así, el crecimiento de los beneficios de 5 sociedades supuso el 88,0 % del avance de los resultados conjuntos de las sociedades y las agencias.

En total 32 entidades cerraron 2020 con pérdidas, las mismas que en 2019. Sin embargo, el volumen agregado de las pérdidas fue sensiblemente inferior, en especial para las sociedades de valores. Sus pérdidas disminuyeron un 46,6 %, mientras que el descenso de las de las agencias fue del 1,3 % (véanse cuadros 3.2.5 y 3.2.7).

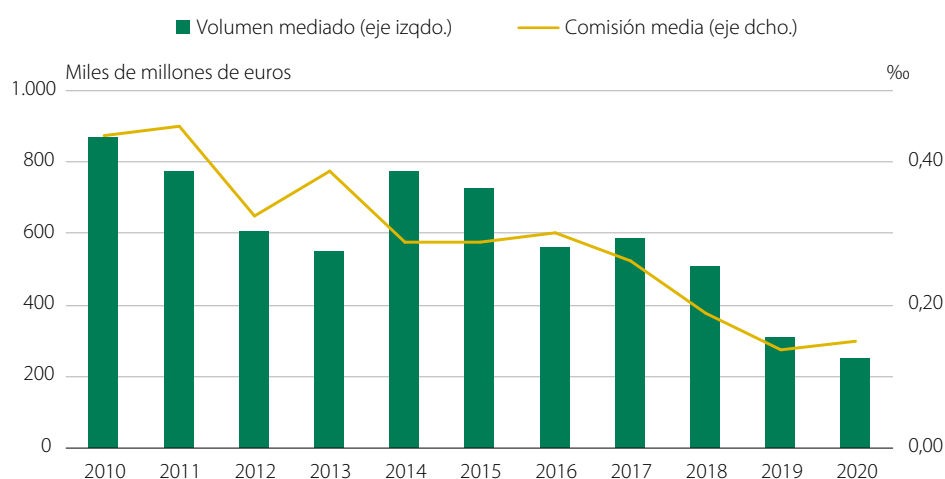
Como se aprecia en el cuadro 3.2.4, las sociedades de valores experimentaron un incremento notable de sus ingresos con respecto al año anterior. A ello contribuyeron todas las partidas salvo las de margen financiero y diferencias de cambio netas. En particular, fueron significativos los aumentos de los ingresos por resultados de inversiones financieras (229,7 %) y por otros productos y cargas de explotación (218,7 %). Por su parte, el ascenso de los ingresos por comisiones netas fue del 11,2 %, 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 y, además, experimentaron un aumento significativo en 2020, del 54,5 %. Este incremento se explica, en su mayor parte, por la contribución de una sociedad perteneciente a una entidad de crédito extranjera mencionada anteriormente, cuya principal actividad consiste en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes.

Para las ESI, este tipo de comisiones (por tramitación y ejecución de órdenes) ha procedido tradicionalmente de la intermediación en los mercados nacionales de renta variable. Sin embargo, en los últimos años esta intermediación ha ido perdiendo importancia en relación con la experimentada en otros mercados como los mercados internacionales de renta variable y los de derivados. En concreto, las comisiones por la intermediación en los mercados nacionales de renta variable pasaron de suponer el 47,5 % de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las sociedades de valores en 2018 al 12,2 % en 2020. Esto se debe tanto al descenso de los volúmenes intermediados en estos mercados como a la disminución de la comisión media en concepto de corretaje en los últimos años (véase gráfico 3.2.1). En 2020 contribuyó a agudizar esta tendencia el aumento de la actividad de la sociedad de valores antes citada, cuya principal área de negocio es la tramitación y ejecución de órdenes de clientes, pero sobre valores diferentes a la renta variable española.

### 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, la mayoría de las partidas experimentaron un descenso. Resulta significativa la caída de las percibidas por colocación y aseguramiento de valores (-40,3 %), y por asesoramiento en materia de inversión (-75,2 %). En el caso de estas últimas, 1 entidad, que percibió el 77,8 % de los ingresos totales en 2019 por este servicio de inversión, registró un descenso del 95,3 % de los ingresos por este concepto en 2020, lo que pone de relieve que era una actividad que estaba altamente concentrada. Por otro lado, cabe destacar el aumento de los ingresos provenientes de las comisiones percibidas clasificadas como «otras, que se incrementaron en un 31,2 %. En cuanto a las comisiones satisfechas, se produjo un aumento relevante —del 45,1 % con respecto al año anterior— y supusieron el 40,8 % de las comisiones percibidas, 6,2 puntos porcentuales más que en 2019. Este aumento se debe a que en 2020 el tipo de operativa que creció de forma destacada fue la de derivados, lo que obligó a las ESI a realizar mayores pagos a terceros.

Durante 2020 se produjo un incremento del 229,7 % en los ingresos recibidos por resultados de inversiones financieras, que se situaron en 97,1 millones de euros. Estos datos, por un lado, interrumpen la tendencia de los últimos años, en los que se redujo la actividad de negociación por cuenta propia (*proprietary trading*) a niveles que se pueden considerar como bajos en comparación con los de las ESI de países de nuestro entorno. Por otro lado, el aumento no solo se debió al incremento de la negociación por cuenta propia, sino que tuvo como principal protagonista la venta por parte de dos sociedades de valores de las acciones que conservaban de BME como consecuencia de la opa lanzada por SIX. Estas ventas supusieron unas ganancias de 38,8 millones de euros, lo que se tradujo en el 57,4 % del crecimiento total de esta partida. También es importante destacar el ascenso de los ingresos por otros productos y cargas de explotación (del 218,7 %), que se situaron en 92,2 millones de euros.

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores también aumentaron, en línea con la mayor actividad del sector. Se incrementaron las dos subpartidas que los componen: los gastos de personal aumentaron un 16,8 % mientras que los gastos generales lo hicieron un 42,9 %. Los gastos por amortizaciones y otras dotaciones también se incrementaron de forma considerable (349,2 %), si bien su importe siguió siendo reducido en relación con otras partidas de gasto. El hecho de que los gastos se incrementaran en su conjunto con menos intensidad que el margen bruto (42,2 %) permitió un avance importante del resultado de explotación (123,3 %), que pasó de 56,0 millones de euros en 2019 a 124,9 millones en 2020. El resultado antes de impuestos aumentó un 98,0 % y se situó en 128,7 millones de euros, es decir, casi el doble del importe mostrado en 2019, debido a la existencia de un epígrafe de «otras ganancias» por valor de 3,7 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 una parte sustancial de las sociedades de valores comentado con anterioridad. Su principal negocio tradicional, la intermediación en los mercados de valores, tiende a tener cada vez menos relevancia, mientras que las actividades de comercialización y de gestión a terceros y sus «otras» actividades son cada vez más importantes en sus cuentas de resultados. En esta tendencia general existe una excepción: la sociedad de valores de la entidad de crédito extranjera que trasladó una parte importante de su negocio de intermediación a España. Su actividad supuso el 57,6 % del total de los ingresos de las sociedades de valores por el servicio de tramitación y ejecución de órdenes de clientes.

Como viene siendo habitual en los últimos años, un número reducido de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, al final de 2020, 4 sociedades de valores acumularon el 62,1 % del total de los resultados de las sociedades con beneficios y el 68,4 % del resultado agregado.

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

CUADRO 3.2.4

Importes en miles de euros

	2019	2020	% var. 20/19
<b>Margen financiero</b>	<b>38.125</b>	<b>35.957</b>	<b>-5,7</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>279.650</b>	<b>310.868</b>	<b>11,2</b>
Comisiones percibidas	427.813	525.812	22,9
Tramitación y ejecución de órdenes	164.606	254.307	54,5
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.849	5.279	-40,3
Depósito y anotación de valores	42.643	39.260	-7,9
Comercialización de IIC	53.506	50.985	-4,7
Gestión de carteras	15.102	13.128	-13,1
Asesoramiento en materia de inversión	23.400	5.813	-75,2
Otras	119.707	157.040	31,2
Comisiones satisfechas	148.163	214.944	45,1
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>29.452</b>	<b>97.113</b>	<b>229,7</b>
Diferencias de cambio netas	117	-981	-
Otros productos y cargas de explotación	28.949	92.259	218,7
<b>Margen bruto</b>	<b>376.293</b>	<b>535.216</b>	<b>42,2</b>
Gastos de explotación	316.406	396.091	25,2
Personal	214.600	250.567	16,8
Generales	101.806	145.524	42,9
Amortizaciones y otras dotaciones	3.265	14.665	349,2
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	644	-533	-
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>55.978</b>	<b>124.993</b>	<b>123,3</b>
Otras ganancias y pérdidas	9.033	3.736	-58,6
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>65.011</b>	<b>128.729</b>	<b>98,0</b>
Impuesto sobre beneficios	10.483	25.801	146,1
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>54.528</b>	<b>102.928</b>	<b>88,8</b>
<b>Resultado de actividades interrumpidas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>54.528</b>	<b>102.928</b>	<b>88,8</b>

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

El análisis por entidades revela que 12 sociedades de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 1 menos que al cierre de 2019 (véase cuadro 3.2.5). 7 de ellas ya habían registrado pérdidas en el ejercicio 2019. De estas 12 sociedades, 10 son entidades independientes y 2 pertenecen a un grupo financiero. El importe acumulado de las pérdidas en 2020 fue de 13,9 millones de euros, por debajo de los 29,9 millones de euros en 2019. Cabe recordar que las pérdidas de las sociedades en el ejercicio 2019 vinieron marcadas por las de 2 sociedades de valores que pertenecen a entidades de crédito extranjeras. Si se descuentan las pérdidas puntuales de estas 2 entidades, las registradas por el resto de entidades en 2019 fueron de 13,0 millones, un importe algo inferior (6,9 %) al de las pérdidas registradas en 2020.

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

CUADRO 3.2.5

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

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos (total <sup>1</sup> )	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Sociedades de valores</b>			
2017	158.561	7	-14.701
2018	103.853	18	-28.789
2019	65.011	13	-29.901
2020	102.928	12	-13.930

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.

Por su parte, todas las agencias de valores 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 57 lo son. En el caso de las sociedades de valores, el número que está controlado por un grupo financiero se eleva a 11 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 25,7 % en 2020, hasta situarse en 7,7 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió a unos mayores costes, los cuales crecieron por encima del aumento que experimentaron los ingresos.

Así, en términos netos, las comisiones experimentaron un crecimiento del 9,9 % con respecto al año anterior. En términos brutos (comisiones percibidas), destacó, por su avance, la partida de ingresos por asesoramiento en materia de inversión, que aumentó en casi 20 millones de euros (139,7 %). También fue importante el crecimiento de los ingresos por colocación y aseguramiento de emisiones (271,9 %), si bien el importe de estos ingresos es pequeño en relación con el de otros servicios. Por el contrario, se registraron descensos en las comisiones percibidas en el resto de las partidas. De entre ellos, los más destacables fueron los correspondientes a «otras» (-14,0 %) y los relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes (-5,0 %). El resto de las comisiones no experimentó grandes variaciones: las comisiones de comercialización de IIC descendieron un 1,2 %, mientras que las de gestión de carteras lo hicieron un 2,3 %.

El aumento de los ingresos por comisiones de las agencias de valores tuvo su reflejo en un incremento de las comisiones satisfechas a terceros (6,7 %). Además, el comportamiento positivo de los ingresos por comisiones contrastó con las pérdidas elevadas por resultados de inversiones financieras de una entidad que tuvo que ser intervenida por la CNMV. Por ello, el crecimiento del margen bruto agregado se atenuó hasta el 2,9 %, situándose en 137,6 millones de euros.

Por su parte, los gastos de explotación se incrementaron en un 9,3 %, una tendencia que se explica por el notable aumento de los de personal (14,0 %), pues los gastos generales apenas variaron (0,5 %). La conjunción de unos ingresos y unos gastos

que crecieron, pero en menor medida en el caso de los primeros que los segundos, hizo que el resultado neto de explotación fuera de 3,3 millones de euros, lo que supone un 64,0 % menos que en 2019.

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

CUADRO 3.2.6

Importes en miles de euros

	2019	2020	% var. 20/19
<b>Margen financiero</b>	<b>1.252</b>	<b>932</b>	<b>-25,6</b>
<b>Comisiones netas</b>	<b>130.293</b>	<b>143.162</b>	<b>9,9</b>
Comisiones percibidas	150.842	165.094	9,5
Tramitación y ejecución de órdenes	23.194	22.035	-5,0
Colocación y aseguramiento de emisiones	580	2.157	271,9
Depósito y anotación de valores	879	754	-14,2
Comercialización de IIC	62.866	62.134	-1,2
Gestión de carteras	14.890	14.554	-2,3
Asesoramiento en materia de inversión	14.183	33.990	139,7
Otras	34.250	29.470	-14,0
Comisiones satisfechas	20.549	21.932	6,7
<b>Resultado de inversiones financieras</b>	<b>910</b>	<b>-5.562</b>	<b>-</b>
Diferencias de cambio netas	75	-596	-
Otros productos y cargas de explotación	1.119	-372	-
<b>Margen bruto</b>	<b>133.648</b>	<b>137.564</b>	<b>2,9</b>
Gastos de explotación	120.787	132.069	9,3
Personal	79.015	90.074	14,0
Generales	41.772	41.995	0,5
Amortizaciones y otras dotaciones	3.542	2.130	-39,9
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	35	26	-25,7
<b>Resultado neto de explotación</b>	<b>9.284</b>	<b>3.339</b>	<b>-64,0</b>
Otras ganancias y pérdidas	1.159	4.417	281,1
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>10.443</b>	<b>7.756</b>	<b>-25,7</b>
Impuesto sobre beneficios	4.280	4.920	15,0
<b>Resultado de actividades continuadas</b>	<b>6.163</b>	<b>2.836</b>	<b>-54,0</b>
<b>Resultado de actividades interrumpidas</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>6.163</b>	<b>2.836</b>	<b>-54,0</b>

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

Este ejercicio, la partida de otras ganancias y pérdidas aportó a los resultados antes de impuestos una cantidad superior a la del resultado neto de explotación (4,4 millones de euros), lo que representa un aumento del 281,1 % en 2020. A este gran incremento contribuyó la venta de las acciones de BME que realizó una agencia de valores a raíz de la opa propuesta por SIX y que le supuso un beneficio por valor de 2,1 millones de euros.

El descenso de los resultados antes de impuestos afectó de forma muy desigual a las agencias de valores. En particular, 27 de las que estaban registradas tanto a finales de 2019 como a finales de 2020 obtuvieron unos resultados mejores. Con respecto al resto, se observó tanto un aumento del número de entidades en pérdidas (de 19 a 20)

como del importe de estas, que pasó de 11,3 millones en 2019 a 13,7 millones en 2020. Es importante señalar que 13 de las 20 agencias en pérdidas al cierre de 2020 ya habían sufrido pérdidas el año anterior (véase cuadro 3.2.7).

### 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 <sup>1</sup>	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
<b>Agencias de valores</b>			
2017	16.766	13	-7.952
2018	12.532	21	-10.947
2019	10.443	19	-11.349
2020	7.756	20	-13.744

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.

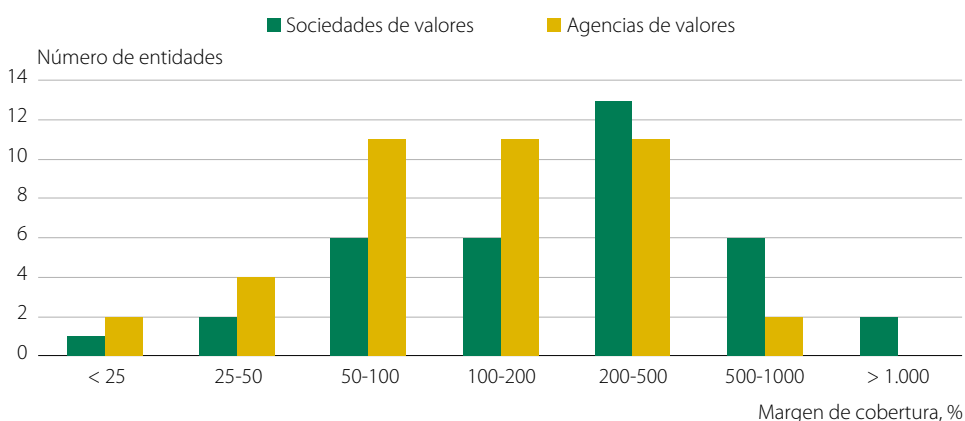
### Solvencia

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles relativos de solvencia elevados durante 2020: a finales de año el margen de recursos propios era 2,8 veces superior al volumen de recursos exigibles. Sin embargo, esta cifra sufrió un considerable deterioro respecto a la de finales de 2019 (4,9 veces). En cualquier caso, y como ya se ha indicado anteriormente, 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 2,8, para las segundas se mantuvo en 2,0. La cifra global de solvencia del sector disminuyó por la evolución de las sociedades de valores, cuyo margen de recursos propios sobre el volumen de recursos exigibles se redujo en casi dos veces con respecto a 2019. A este descenso contribuyeron en gran medida las sociedades que mostraban un margen más elevado. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 3.2.2 se observa que a finales de 2020 la mayoría de las sociedades de valores seguía presentando un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200 %. A la vez, las agencias de valores seguían mostrando una dispersión mayor. Por su parte, una sociedad cerró el ejercicio con déficit de recursos propios (ninguna agencia).

### 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 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, si bien una gran parte de sus ingresos procede del asesoramiento a grandes inversores, incluidas las IIC y otros inversores institucionales. Desde la entrada en vigor de la segunda Directiva MiFID, estas entidades pueden ofrecer asesoramiento independiente o no independiente.

Al cierre de 2020 el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV era de 140, el mismo número que en 2019. Se produjeron 8 altas y 8 bajas. Es importante señalar que 2 de ellas se dieron de baja por transformarse en agencias de valores.

El patrimonio total asesorado se situó en 12.049 millones de euros. De este patrimonio, 7.320 millones correspondieron a asesoramiento independiente. En comparación con el ejercicio anterior el patrimonio total asesorado descendió un 44,3 %, una evolución que puede deberse a la mayor competencia que proviene de las entidades de crédito en el servicio de asesoramiento en materia de inversión. La mayor parte de los contratos de asesoramiento suscritos correspondía a clientes minoristas (el 94,5 % de un total de 7.262). Además, al contrario de lo que sucedía en años anteriores, estos contratos supusieron la mayor parte del patrimonio asesorado (56,4 %). A pesar de que descendió tanto el patrimonio asesorado de clientes minoristas como el de clientes no minoristas, la disminución de este último fue mucho mayor (60,1 % frente a 18,2 %). Esta tendencia, que se viene produciendo desde hace algunos años, implica que las EAF siguen perdiendo cuota de mercado en el segmento del asesoramiento en materia de inversión y que, además, su modelo de negocio está basculando hacia uno con mayor protagonismo del segmento minorista (véase cuadro 3.2.8).

Por último, el beneficio conjunto de este tipo de entidades descendió de forma notable, al pasar de 7,9 millones de euros en 2019 a 5,1 millones en 2020. Esta caída se debió a 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



proviene de otras entidades. Concretamente, las comisiones cobradas directamente a los clientes pasaron de 45,4 millones de euros en 2019 a 37,0 millones en 2020.

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

CUADRO 3.2.8

Importes en miles de euros

	2019	2020	% var. 20/19
<b>Número de contratos</b>			
Clientes minoristas	6.005	6.861	14,25
Clientes no minoristas	432	401	-7,18
<b>Total</b>	<b>6.524</b>	<b>7.262</b>	<b>11,31</b>
<b>Patrimonio asesorado (miles de euros)</b>			
Clientes minoristas	8.313.608	6.797.540	-18,24
Clientes no minoristas	13.314.069	5.251.642	-60,56
<b>Total</b>	<b>21.627.677</b>	<b>12.049.182</b>	<b>-44,29</b>

Fuente: CNMV.

### 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 lleva a cabo dicha actividad: entidad de crédito, ESI o SGIIC. Sin embargo, una concepción menos formalista y, por tanto, más sustantiva que atienda al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con bancos comerciales aconseja delimitar con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se realiza por parte de bancos que se podrían denominar *comerciales*, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y de qué parte se encargan 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 parte de este análisis pasa por identificar 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 %<sup>9</sup>. Se estima que el importe de ingresos relacionado con la prestación de servicios de inversión de estas entidades en España fue de 1.234 millones de euros en 2020 en su conjunto. Sin embargo, si se tiene en cuenta el volumen de comisiones que estas entidades retroceden a terceros, en algunos

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

casos de importe significativo debido a su modelo específico de negocio, el volumen de ingresos se reduciría hasta una cifra global algo inferior a los 896 millones de euros (sobre el 18,9 % 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 forman parte de un grupo bancario comercial y que, en consecuencia, pertenecerían al ámbito de prestación de servicios de inversión de este tipo de entidades. Respecto a las agencias y sociedades de valores, estas son poco relevantes en la actualidad, ya que las entidades de crédito han ido absorbiendo durante los últimos años a las de su grupo, en un contexto de reorganización del sector financiero español. Debido a este proceso, en 2020 se produjo la absorción por parte de Banco Santander de la sociedad de valores que perteneció al Banco Popular. A finales de 2020 había un total de cuatro sociedades de valores que pertenecían a alguna entidad de crédito nacional cuyo negocio principal era la banca comercial. Estas sociedades concentraban el 32 % de los activos totales de las sociedades de valores en 2020 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 63 % de las comisiones netas de retrocesiones derivadas de la gestión de IIC y el 71 % del importe total de las comisiones percibidas por el conjunto de gestoras.

Atendiendo a todas estas consideraciones, se estima que en 2020 el 67 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) correspondió a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Este porcentaje es algo inferior al estimado en 2019 (68 %) y sigue la tendencia descendente observada desde 2017.

Un sector independiente especializado en el ámbito de los servicios de inversión lo más potente posible puede considerarse algo positivo, ya que es probable que pueda aportar valor añadido en términos de innovación, dinamismo y competencia en el sector. Además de los consiguientes beneficios en términos de menores costes y mejor servicio para los inversores, ello también puede ser 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**

A pesar de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19, la actividad de capital privado y capital riesgo siguió en 2020 la tendencia alcista de los últimos años, tanto en

lo que se refiere a la inscripción de vehículos como a la de sociedades gestoras. En total, se inscribieron 112 vehículos de inversión cerrados y 18 nuevas sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado, de manera que el registro de la CNMV cerró el año con un total de 546 vehículos de inversión y 119 sociedades gestoras. Esto supone un aumento del 19,2 % y del 12,3 %, respectivamente, respecto a las cifras de 2019, con lo que se marca un nuevo máximo histórico.

En el ámbito de los vehículos de inversión de tipo cerrado, entre las 112 nuevas entidades existe una gran variedad, tanto en su naturaleza jurídica como en el objetivo de inversión. Por lo que a entidades de capital riesgo (ECR) se refiere, el número de altas fue de 81, de las cuales 4 correspondieron a ECR-Pyme. También se inscribieron 12 fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y un fondo de emprendimiento social europeo (FESE). En total, a 31 de diciembre de 2020 figuraban inscritos 31 FCRE y 4 FESE, lo que supone un incremento del 40 % respecto al ejercicio precedente.

En el ejercicio 2020, fueron relevantes de nuevo las inscripciones de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC), con un total de 18 nuevas entidades, 4 de ellas sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) y 14 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 lo que respecta a política de inversión como a cumplimiento de coeficientes. Conviene señalar que un número significativo de estos vehículos nacen con un patrimonio muy reducido y concentran su inversión en una única sociedad.

Adicionalmente, hay que mencionar que la iniciativa del Instituto de Crédito Oficial (ICO), a través de FOND-ICO Global, ha tenido gran relevancia en el ejercicio 2020. Por un lado, el Consejo del ICO aprobó en el mes de julio un aumento de 2.500 millones, con lo que la dotación disponible para invertir en los próximos 5 años será de 4.500 millones de euros. Por otra parte, en este ejercicio se ha resuelto una nueva convocatoria, la duodécima, con la selección de 11 fondos (3 de capital-expansión, 4 de *venture capital*, 2 de incubación/transferencia tecnológica y 2 de deuda), en los que invertirá 202 millones de euros, estando la mayor parte ya registrados en la CNMV. Adicionalmente, FOND-ICO Global ha lanzado la 13.<sup>a</sup> convocatoria, la mayor desde su creación, tanto en importe, que se cifra en 430 millones de euros, como en el número de fondos en los que invertirá, que puede llegar a 16. Así, se habrán canalizado los 2.000 millones de euros con los que estaba inicialmente dotado el fondo y se estima que habrán permitido la inyección de más de 7.600 millones de euros a las empresas españolas.

Por lo que respecta a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), su número se incrementó en 18, de forma que a 31 de diciembre de 2020 figuraban 119 SGEIC inscritas en el registro de la CNMV. En este ejercicio hay que destacar la proliferación de sociedades gestoras promovidas con el objetivo de gestionar FCRE y FESE; en concreto se registraron 10 sociedades gestoras especializadas en gestionar este tipo de vehículos.

## Altas y bajas en el registro en 2020

CUADRO 3.3.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a			Entidades registradas a
	31/12/19	Altas	Bajas	
Sociedades de capital riesgo (SCR)	148	44	8	184
Fondos de capital riesgo (FCR)	210	33	8	235
Sociedades de capital riesgo pyme (SCR-Pyme)	19	0	1	18
Fondos de capital riesgo pyme (FCR-Pyme)	10	4	1	13
Fondos de capital riesgo europeo (FCRE)	20	12	1	31
Fondos de emprendimiento social europeo (FESE)	5	1	2	4
<b>Total entidades de capital riesgo (ECR)</b>	<b>412</b>	<b>94</b>	<b>21</b>	<b>485</b>
Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC)	26	4	2	28
Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC)	20	14	1	33
<b>Total entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)</b>	<b>46</b>	<b>18</b>	<b>3</b>	<b>61</b>
<b>Total ECR + EICC</b>	<b>458</b>	<b>112</b>	<b>24</b>	<b>546</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)</b>	<b>106</b>	<b>18</b>	<b>5</b>	<b>119</b>

Fuente: CNMV.

### Algunos datos relevantes del sector de capital riesgo

Según las estimaciones correspondientes a 2020 realizadas por la Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), el sector finalizó el ejercicio 2020 con un volumen de inversión de 5.561 millones de euros, repartido en un total de 765 operaciones, con lo que superaba el máximo registrado en 2019 en cuanto al número de inversiones. Esta tendencia refleja el mantenimiento del dinamismo inversor, si bien la notable disminución del número de grandes operaciones (por encima de los 100 millones de euros) provocó un descenso en términos de volumen total de inversión cercano al 30 %.

El segmento de *venture capital* fue el mayor dinamizador en cuanto al número de operaciones (624), con un volumen de inversión de 750 millones de euros. El subsegmento de *venture capital* internacional de nuevo registró máximos, habiéndose materializado 135 inversiones (44 más que en 2019) con un volumen cifrado en 459 millones. En muchos casos, estas inversiones contribuyeron a financiar grandes operaciones en coinversión con fondos nacionales.

En términos sectoriales, los mayores volúmenes de inversión se destinaron al sector de las comunicaciones (28 %), seguido por el sector informático (25,4 %) y de productos de consumo (10 %). Por número de inversiones, destacaron el sector informático (342 operaciones), de medicina y salud (85 operaciones) y el sector biotecnológico y de ingeniería genética (54 operaciones).

En cuanto a las desinversiones realizadas a lo largo de 2020, cabe resaltar que se ralentizó el ritmo con respecto al año precedente debido a que el objetivo, en la mayoría de casos, fue preservar la cartera. En total, las desinversiones se situaron en 1.131 millones de euros, materializadas en 223 operaciones.

### 3.3.2 Plataformas de financiación participativa

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

Durante 2020 no se presentó ninguna solicitud de autorización de plataformas de financiación participativa (PFP), 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. No obstante, hay que señalar que se ha habilitado un nuevo procedimiento denominado de prenotificación, a los efectos de poder realizar una evaluación preliminar de los proyectos de PFP y anticipar posibles problemas que pudieran afectar a una potencial solicitud de autorización, habiéndose recibido en este ámbito cinco prenotificaciones de proyectos, de las cuales una se materializó en solicitud de autorización en enero de 2021. De esta forma, y aun considerando las prenotificaciones citadas, se observa que, con la excepción del repunte de 2018, continuó 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. 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 <sup>1</sup>	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
2020	0	0	0	0	0
<b>Total acumulado</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>1</b>	<b>74</b>

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

En 2020 se autorizaron 4 PFP, 2 de ellas mixtas, de préstamos y valores, y 2 de préstamos. Además, a lo largo del ejercicio 1 entidad desistió de su solicitud frente a las 5 de 2019 o las 13 de 2018 que desistieron o se dieron por desistidas.

#### Número de PFP autorizadas

CUADRO 3.3.3

Tipo de PFP	Valores	Préstamos	Mixta	Total
2015	1	0	0	1
2016	8	8	2	18
2017	4	2	3	9
2018	2	0	0	2
2019	1	0	2	3
2020	0	2	2	4
<b>Total acumulado</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>37</b>

Fuente: CNMV.

### Número de PFP denegadas y desistidas

CUADRO 3.3.4

Tipo de PFP		Valores	Préstamos	Mixta	Sin dato <sup>1</sup>	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
2020	Denegadas	0	0	0	0	0
	Desistidas	0	1	0	0	1
Total acumulado	Denegadas	2	2	2	0	6
	Desistidas	5	15	9	1	30

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 2020 un total de 27 plataformas. En concreto, se registraron durante el año 2 nuevas entidades y 3 se dieron de baja. Por su parte, 4 se habían registrado en 2019, 5 en 2018, 8 en 2017, 12 en 2016 y 1 en 2015. Asimismo, en 2019 también se habían dado de baja 2 entidades. Entre las principales características de las plataformas registradas destacan las siguientes:

- 10 son de valores, 8 de préstamos y 9 mixtas.
- 8 son inmobiliarias (1 de préstamos, 4 de valores y 3 mixtas).
- 12 tienen su domicilio social en Madrid, 7 en Barcelona, 3 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

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

Tipo de PFP		Valores	Préstamos	Mixtas	Total
2017 <sup>1</sup>	Madrid	0	1	3	4
	Barcelona	2	0	0	2
	Total	3	1	4	8
2018 <sup>1</sup>	Madrid	1	1	0	2
	Barcelona	1	0	1	2
	Total	3	1	1	5
2019 <sup>1</sup>	Madrid	1	0	1	2
	Barcelona	0	0	0	0
	Total	2	0	2	4
2020 <sup>1</sup>	Madrid	0	0	0	0
	Barcelona	0	0	1	1
	Total	0	1	1	2
<b>Total acumulado<sup>2</sup></b>	<b>Madrid</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>12</b>
	<b>Barcelona</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>7</b>
	<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>27</b>

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. En 2020 se registró también una PFP con domicilio social en Valencia (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) y de las tres bajas producidas en 2020 (una PFP de valores, una de préstamos y otra mixta, todas ellas domiciliadas en Madrid).

La información recibida de las plataformas en relación con su actividad durante 2020 muestra que estas entidades captaron 92,5 millones de euros, un 32,9 % menos que el año anterior, situándose en valores muy similares a los de 2018. Cabe mencionar que este descenso se debió, casi exclusivamente, a una entidad cuyo modelo de negocio no se ajustaba, según el criterio de la CNMV, al régimen legal de PFP, por lo que se está tramitando su baja del registro de PFP. En cambio, el número de inversores aumentó de forma notable durante el año y alcanzó los 32.621, una cifra que supone un 40,2 % más que al cierre de 2019. De la misma forma que en ejercicios anteriores, se observa una gran heterogeneidad en el sector, ya que 3 de las plataformas concentraban el 58,6 % de la financiación total captada y el 49,8 % de los inversores.

Por último, cabe destacar que el 10 de noviembre de 2020 entró en vigor el Reglamento 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, que será de aplicación a partir del 10 de noviembre de 2021. El reglamento establece requisitos uniformes para la prestación de servicios de financiación participativa, la organización, la autorización y la supervisión de los proveedores de servicios de financiación participativa, la explotación de plataformas de financiación participativa, y la transparencia y las comunicaciones publicitarias en relación con la prestación de servicios de financiación participativa en la Unión Europea, incorporando novedades importantes respecto de la normativa nacional. El reglamento contempla la prestación transfronteriza de servicios de financiación participativa en un Estado miembro distinto de aquel cuya autoridad competente le haya concedido la autorización. Para ello deberá presentarse la correspondiente solicitud en el Estado miembro en el que se haya concedido la

autorización, con indicación, entre otros, de los países en los que se tenga intención de prestar los servicios, los responsables y la fecha de inicio prevista para la prestación del servicio.



## **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 anual<sup>1</sup>

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 normativa<sup>2</sup>.

El número de informes anuales correspondientes al ejercicio 2019 recibidos en la CNMV, excluidos los correspondientes a los fondos de titulización de activos y a los fondos de activos bancarios, ascendió a 277 —considerando tanto los individuales como los consolidados—, que corresponden a 144 emisores de valores. El número de emisores fue un 5 % inferior al registrado en el ejercicio anterior, principalmente por la exclusión de cotización de varias sociedades, frente a la salida a bolsa de una entidad no financiera.

El porcentaje de informes de auditoría con opinión favorable fue del 97,8 %, ligeramente superior al 97,3 % de las cuentas anuales de 2018. En los últimos 12 ejercicios todos los informes de auditoría de las entidades del Ibex 35 presentaron una opinión favorable. En lo que respecta al conjunto de emisores, en 2019 tres de ellos presentaron informes con salvedades —dos de ellos también en 2018— y ninguno presentó un informe con opinión denegada —un emisor en 2018—.

Cabe destacar que uno de los tres emisores que tuvieron salvedades en 2019 las solventó posteriormente, mediante la reformulación de sus cuentas individuales y consolidadas.

El número de cuentas anuales auditadas de fondos de titulización ascendió a 297 (317 en 2018), incluidas las de fondos en liquidación y fondos privados. Los informes de auditoría de diez fondos incluían párrafos de énfasis, siete de ellos relacionados con supuestos de liquidación de los fondos; uno se refería a la constitución del fondo en el ejercicio y dos llamaban la atención acerca del hecho de que la cartera de activos titulizados estaba compuesta principalmente por derechos de crédito inmersos en procedimientos concursales. En 2018 hubo dos informes anuales cuyas auditorías incluyeron algún tipo de párrafo de énfasis.

---

1 La información financiera anual se encuentra disponible en [www.cnmv.es](http://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.

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

CUADRO 4.1.1

	Ejercicio 2017		Ejercicio 2018		Ejercicio 2019	
	Número	%	Número	%	Número	%
<b>Auditorías recibidas en la CNMV</b>	<b>297</b>	<b>100,0</b>	<b>292</b>	<b>100,0</b>	<b>277</b>	<b>100,0</b>
Cuentas individuales	155	52,2	152	52,1	144	52,0
Cuentas consolidadas	142	47,8	140	47,9	133	48,0
Informes especiales O.M. 30/9/92	5	–	4	–	4	–
<b>Opinión de auditoría</b>						
Opinión favorable	292	98,3	284	97,3	271	97,8
Opinión con salvedades	5	1,7	6	2,1	6	2,2
Denegación de opinión u opinión adversa	0	0,0	2	0,7	0	0,0
<b>Tipos de salvedades</b>						
Auditorías con excepciones	2	0,7	2	0,7	0	0,0
Auditorías con limitaciones al alcance	5	1,7	6	2,1	6	2,2
<b>Efectos de las excepciones</b>						
Efectos sobre resultados de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	2	0,7	0	0,0
Efectos sobre patrimonio de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
<b>Naturaleza de los párrafos de énfasis</b>						
Relacionado con la continuidad de negocio	25	8,4	23	7,9	21	7,6
Relacionado con la recuperación de activos	0	0,0	2	0,7	2	0,7
Relacionado con el COVID-19	0	0,0	0	0,0	32	11,6
Relacionado con otras circunstancias	1	0,3	1	0,3	5	1,8

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 2019, 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 diez 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 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (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 de revisión críticas que complementan las prioridades establecidas por ESMA.

En 2020 no se ha requerido información adicional a ninguna entidad sujeta a revisión sustantiva por presentar un informe de auditoría con salvedades. No obstante, sí se requirió a 33 entidades, de las cuales se encontraban sujetas a revisión sustantiva (parcial o completa) un total de 28 entidades. Los motivos de los requerimientos fueron: i) aportación de información adicional sobre cuestiones relativas a políticas contables de reconocimiento o valoración (29 entidades), y ii) ampliación de los desgloses de información suministrados en el informe financiero anual (32 entidades).

En relación con el EINF, cabe señalar que de los 144 emisores que remitieron cuentas anuales individuales y los 133 que enviaron cuentas consolidadas del ejercicio 2019, 45 estaban obligados a incluir un EINF en su informe de gestión individual y 97 en el consolidado (lo que supone un 31 % y 73 %, respectivamente), números similares a los del ejercicio anterior.

La Ley 11/2018 requiere que la información incluida en el EINF sea revisada por un prestador independiente de servicios de verificación. Como resultado de esta verificación, dos emisores presentaron salvedades en 2019 (13 en 2018). Tras sendos requerimientos, los emisores explicaron las razones por las que no disponían de la información o no la proporcionaban al cierre de 2019, manifestando que incluirían la información omitida en el EINF de 2020.

La labor supervisora de la CNMV sobre el EINF sigue un enfoque similar al de la información financiera, realizándose con un doble nivel de revisión: formal y sustantiva, siendo aplicable esta última solamente a una muestra de emisores, identificados de acuerdo al modelo de selección ya comentado.

Cabe recordar que el EINF se estableció como una de las prioridades de supervisión del ejercicio 2019 por parte de ESMA y la CNMV. Por lo tanto, la revisión del EINF

de todas las entidades sustantivas obligadas a su elaboración se centró en las prioridades y en los aspectos significativos de cada una de ellas.

Como resultado de la revisión, durante 2019 se requirió a dos entidades para que aportasen información adicional sobre los siguientes aspectos: i) el marco de preparación del EINF; ii) la metodología utilizada para el cálculo de la brecha salarial y su conformidad con el GRI 405-2 utilizado por la entidad; iii) la descripción del impacto de los riesgos y oportunidades relacionados con el cambio climático en el modelo de negocio; iv) la metodología empleada para determinar cuáles han sido los indicadores clave del rendimiento utilizados, así como una explicación de por qué son relevantes, y v) el perímetro del EINF.

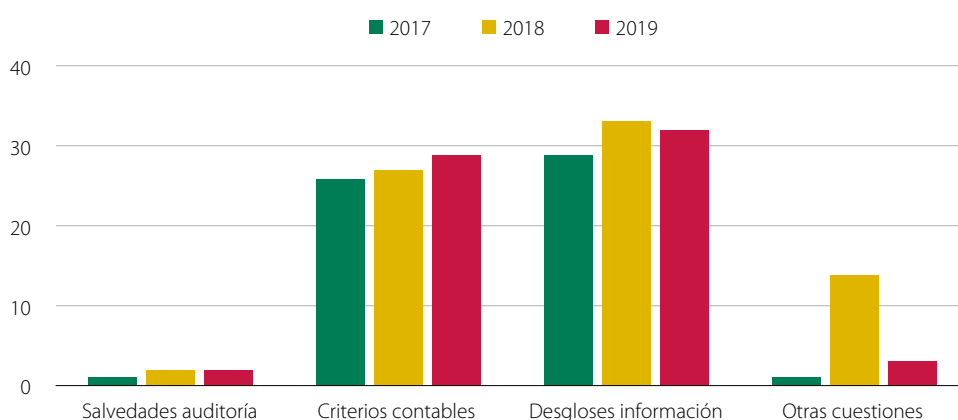
Además, se realizaron recomendaciones a 21 emisores para su consideración en la elaboración de futuros EINF. En 19 casos, estas recomendaciones se enviaron junto con los requerimientos de información adicional de la información financiera y en 2 se envió un escrito únicamente con las recomendaciones. En las respuestas recibidas los emisores aportaron la información solicitada.

Tras tres años de experiencia y en coherencia con la percepción de su creciente importancia para los inversores y otros grupos de interés, en la revisión de los EINF del ejercicio 2019 se aprecia cierto progreso, aunque no tan relevante como el de 2018, consecuencia de la Ley 11/2018, que, entre otros requisitos, exigía la verificación del EINF y supuso la publicación de la *Guía de actuación sobre encargos de verificación* del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España (ICJCE) en febrero de 2019, la cual conllevó que las empresas incluyeran una tabla resumen de contenidos. En 2019 se observó la inclusión de un mayor número de datos comparativos, porque las sociedades contaron con más tiempo para su obtención y adaptaron sus sistemas internos.

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 FAB<sup>1</sup>)

GRÁFICO 4.1.1



Fuente: CNMV. (1) Los requerimientos incluyen los remitidos a los emisores sujetos a revisión formal y sustantiva, sin tener en cuenta los relacionados con el EINF.

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 las principales áreas de revisión de las cuentas del ejercicio siguiente<sup>3</sup>. En dicho informe se describen las incidencias más destacadas 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 tras haber incluido su auditor una limitación al alcance en su informe de auditoría individual y consolidado, por no haber podido llevar a cabo las comprobaciones necesarias relativas a un pasivo financiero reconocido por la sociedad. Esta reformuló sus estados financieros para corregir el valor del pasivo tras recibir la información necesaria del acreedor. Asimismo, tres emisores reexpusieron información incluida en sus cuentas anuales.

Un total de ocho emisores incluyeron en su respuesta al requerimiento publicada en la web alguna nota correctiva y en diez casos las actuaciones de supervisión de las cuentas anuales de 2019 dieron lugar a un compromiso de corrección a futuro de la información financiera intermedia más próxima, modificando determinados tratamientos contables o ampliando los desgloses en las cuentas anuales del ejercicio 2020.

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 2019 de cuatro fondos de activos bancarios (FAB), dos más que en 2018. La función supervisora de la CNMV sobre la información financiera de los fondos de activos bancarios es similar 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 2019 ni de 2018.

La CNMV pone a disposición del público, a través de su web ([www.cnmv.es](http://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, además de otra información complementaria relacionada con las cuentas y 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

---

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

financiera con carácter trimestral y semestral<sup>4</sup>. 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 de este. 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 55,7 % de los emisores<sup>5</sup> (56,2 % en el mismo periodo del año anterior) sometieron sus cuentas del primer semestre de 2020<sup>6</sup> 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 (idéntico porcentaje que 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 (69 entidades) la seguridad que ofrece el auditor es moderada. Ninguna de las opiniones emitidas por los auditores tuvo salvedades.

Por último, con fecha 13 de abril de 2021, el *Boletín Oficial del Estado* ha publicado la Ley 5/2021, de 12 de abril, relativa al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de sociedades cotizadas, que modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. La norma traspone la Directiva 828/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, dirigida a mejorar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en la Unión Europea y de esa forma aumentar sus posibilidades de financiación y su sostenibilidad a largo plazo. En línea con lo establecido en otros países de la Unión Europea, esta norma suprimirá la obligación de las sociedades cotizadas de elaborar informes financieros trimestrales, aunque las empresas que lo deseen podrán seguir presentando información trimestral de forma voluntaria.

---

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

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

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



Con la entrada en vigor del Reglamento Delegado (UE) 2019/815 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2018, por el que se completa la Directiva de Transparencia en lo que respecta a la especificación de un formato electrónico único de presentación de información (FEUE), los informes financieros anuales de entidades cotizadas correspondientes a los ejercicios que comiencen a partir del 1 de enero de 2020 y que serán publicados a partir del 1 de enero de 2021 se presentarán en formato electrónico.

Sin embargo, el 26 de febrero se publicó el Reglamento (UE) 2021/337 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2021, por el que se ha modificado, entre otros, la Directiva de Transparencia en lo que respecta al uso del formato electrónico único de presentación de los informes financieros anuales, y que permite que los Estados miembros puedan posponer un año la aplicación del referido formato electrónico. El Estado español ha notificado a la Comisión Europea su intención de autorizar dicho aplazamiento.

Sin perjuicio de lo anterior, los emisores de valores cotizados en mercados regulados podrán remitir de manera voluntaria su informe financiero anual en formato FEUE, siempre y cuando se cumplan los requisitos establecidos en el mencionado reglamento delegado.

### **Principales objetivos del Reglamento Delegado sobre el formato electrónico único europeo (FEUE)**

Este nuevo formato supone que los emisores deben elaborar íntegramente sus informes financieros anuales utilizando el formato XHTML. Además, en el caso de presentar estados financieros consolidados elaborados de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (NIIF) adoptadas, con el fin de facilitar en mayor medida la accesibilidad, el análisis y la comparabilidad, los estados financieros principales deberán etiquetarse conforme a la taxonomía NIIF utilizando el lenguaje XBRL (*Extensible Business Reporting Language*). El etiquetado será también obligatorio por bloques para las notas de la memoria consolidada a partir de 2022.

Cuando no sea adecuado utilizar los elementos incluidos en la taxonomía de base para marcar algún elemento de sus estados financieros consolidados, los emisores crearán una extensión a la referida taxonomía base.

El informe financiero anual individual se presentará en formato XHTML, mientras que el informe financiero anual consolidado consistirá en un paquete único de información, en el que deberá presentarse el documento Inline XBRL junto con los ficheros de su taxonomía de extensión.

### **Difusión de los requisitos para elaborar y presentar el FEUE**

La CNMV celebró en octubre de 2019 una jornada de difusión del FEUE, en la que se explicaron los principales aspectos a tener en cuenta por parte de los emisores de cara a su adaptación a los nuevos requisitos de elaboración y remisión del informe financiero anual.

Por otro lado, cabe destacar el contenido de la comunicación de la Comisión Europea de 10 de noviembre de 2020, en la que se aclaran algunas de las disposiciones previstas en el derecho de la Unión sobre la preparación, auditoría y publicación de los estados financieros redactados de conformidad con el Reglamento Delegado (UE) 2019/815, que, entre otras cuestiones, indica que la responsabilidad en la elaboración y publicación del informe financiero anual en formato FEUE recae en el órgano de administración, gestión o control del emisor, y que la conclusión de verificación por el auditor del cumplimiento de los requisitos legales establecidos en el Reglamento sobre el FEUE debe incluirse en el propio informe de auditoría.

El contenido de la referida comunicación interpretativa está alineado con el comunicado conjunto del Colegio de Registradores de España, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 30 de abril de 2020<sup>1</sup>, en relación con la formulación y depósito de las cuentas anuales de los emisores de valores en formato electrónico único europeo.

En la sección de la página web de ESMA relativa al FEUE<sup>2</sup> se encuentran disponibles diversos documentos, vídeos tutoriales, ficheros que permiten probar el *software* utilizado para elaborar los paquetes de reporte financiero y un manual de reporte dirigido a proporcionar orientación en la implementación de los requisitos establecidos en el reglamento delegado y, en particular, en la preparación por primera vez de los estados financieros consolidados NIIF en Inline XBRL.

- 1 Comunicado conjunto del Colegio de Registradores de España, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 30 de abril de 2020. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={a461e0f4-4a3d-4a35-a41b-77f46173ba17}>.
- 2 Enlace a la página web de ESMA relativa al FEUE: <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/corporate-disclosure/european-single-electronic-format>.

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

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

El 18 de febrero de 2020, la CNMV emitió dos comunicados<sup>7</sup> en relación con las notificaciones de los consejeros y directivos de sociedades cotizadas.

7 Comunicación por los consejeros de cotizadas de las operaciones sobre acciones a través del trámite de notificación de directivos (NOD) y Comunicación por consejeros y directivos de cotizadas de entregas

En el primero se explicaba la doble obligación de notificación a la que estaban sujetos los consejeros: por un lado, a la normativa sobre abuso de mercado, contenida en el artículo 19 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (MAR), y, por otro lado, en el artículo 125.5 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (LMV).

Con el fin de equiparar las obligaciones que, en materia de notificación de operaciones, tienen los consejeros de las sociedades cotizadas españolas con las exigidas por la normativa de la Unión Europea, el comunicado establecía que a partir del 2 de marzo de 2020 se consideraban cumplidas las obligaciones determinadas en el artículo 125.5 de la LMV mediante el cumplimiento de las contenidas en el artículo 19 del MAR.

En el segundo comunicado se indicaba que, con el mismo fin de equiparar las obligaciones que, en materia de notificación de operaciones, tienen los consejeros y directivos de las sociedades cotizadas españolas con las exigidas y aplicadas en los demás países de la Unión Europea, a partir del 2 de marzo de 2020 se consideraban cumplidas las obligaciones establecidas en la disposición adicional octava de la LMV y en el artículo 47 del Real Decreto 1362/2007, relativas a los sistemas retributivos, mediante el cumplimiento de las contenidas en el artículo 19 del MAR y en el Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, que debería notificarse a través del trámite NOD habilitado en la sede electrónica de la CNMV.

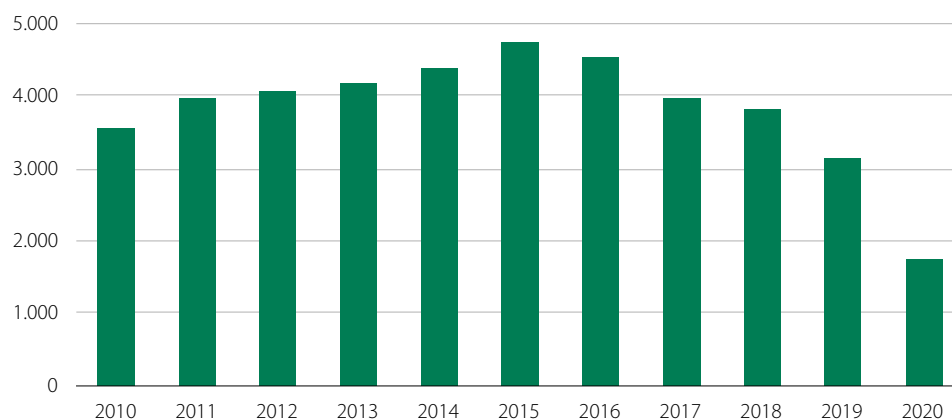
Como resultado de lo anterior, los consejeros solo tuvieron que remitir notificaciones de derechos de voto e instrumentos financieros entre el 1 de enero y el 2 de marzo de 2020, lo que ha provocado un descenso significativo en el número de notificaciones que se han registrado.

El 11 de diciembre de 2019 se implementó la publicación automática de las notificaciones de participaciones significativas. De las 1.784 notificaciones que se recibieron en 2020 a través de la sede electrónica, el 93,5 % se ha publicado automáticamente sin incidencias.

Durante el ejercicio 2020 se validaron un total de 1.738 notificaciones, lo que supone un descenso del 44,9 % respecto a 2019. En cuanto a la distribución de las notificaciones registradas, el 77 % de las notificaciones correspondió a accionistas significativos no consejeros (50 % en 2019), incremento motivado por la no obligación de notificación de los consejeros desde marzo de 2020, lo que a su vez ha provocado que solo el 12 % corresponda a consejeros (45 % en 2019), y el incremento hasta el 11 % de las notificaciones de autocartera (5 % en 2019).

## Evolución de las notificaciones registradas anualmente (2010-2020)

GRÁFICO 4.2.1



Fuente: CNMV.

### Notificaciones anuladas y rectificadas

Las notificaciones validadas representaron el 92 % de las recibidas (1.884), siendo las restantes anuladas o sustituidas, en su caso, por nuevas comunicaciones. El número de notificaciones erróneas anuladas descendió un 59,7 % respecto a 2019.

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 la fecha declarada; 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 56 % de las notificaciones anuladas fue presento por accionistas significativos, el 27 % corresponde a declaraciones de las sociedades sobre operaciones con acciones propias y el 17 % restante correspondió a las notificaciones que los consejeros presentaron hasta marzo de 2020.

### Notificaciones presentadas fuera de plazo

El número de notificaciones recibidas en un plazo superior al máximo establecido en la normativa se sitúa en 162 (492 en 2019), lo que supone un 9,3 % del total frente al 15,6 % de 2019. El 86 % de las notificaciones con demora se debió a comunicaciones presentadas por consejeros y accionistas significativos (97 % en 2019).

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.

## Porcentaje de notificaciones presentadas con demora

GRÁFICO 4.2.2

La actuación de la CNMV en los mercados de valores  
Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores



Fuente: CNMV.

En 2020, la proporción de notificaciones presentadas con una demora inferior a 7 días fue del 51,2 % (53,5 % en 2019). Las demoras de presentación superiores a 90 días aumentaron ligeramente, hasta el 15,4 % (14,0 % en 2019).

## Notificaciones de accionistas significativos

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 5,3 (5,4 en 2019). Durante 2020, las 1.338 notificaciones recibidas (1.591 en 2019) afectaron a participaciones significativas en 98 sociedades cotizadas (107 en 2019) y fueron efectuadas por 251 accionistas distintos (297 en 2019). 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	620	465	123	10	5	17
Más de 500 millones €	552	411	105	10	5	21
Menos de 500 millones €	166	99	42	12	7	6
<b>Total</b>	<b>1.338</b>	<b>975</b>	<b>270</b>	<b>32</b>	<b>17</b>	<b>44</b>
<b>% sobre el total</b>	<b>100</b>	<b>74</b>	<b>20</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>

Fuente: CNMV.

## Notificaciones de autocartera

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 miembro 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 2020, se validaron en la CNMV un total de 196 notificaciones de operaciones con acciones propias (170 en 2019), que afectaron a 60 emisores (55 en 2019). El cuadro 4.2.2 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 4.2.2

	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	95	51	19	5	4	5	11
Más de 500 millones €	61	19	14	10	7	2	9
Menos de 500 millones €	40	19	7	5	6	2	1
<b>Total</b>	<b>196</b>	<b>89</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>9</b>	<b>21</b>

Fuente: CNMV.

#### Pactos parasociales y acciones concertadas

La Ley de Sociedades de Capital<sup>8</sup> exige dar publicidad a los pactos parasociales que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre una sociedad cotizada. Estas comunicaciones se registran como «información privilegiada u otra información 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 2020, se recibieron en la CNMV un total de 16 pactos parasociales (22 en 2019), que afectaron a 13 sociedades cotizadas (14 en 2019).

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 2020 se registraron 6 comunicaciones (22 en 2019) de acción concertada entre los accionistas de 5 sociedades cotizadas (9 en 2019).

### 4.3 Informe de gobierno corporativo

En el año 2020, 127 sociedades anónimas cotizadas (139 en 2019) y 18 emisores de renta fija (20 en 2019) presentaron el IAGC correspondiente al ejercicio 2019, conforme a lo previsto en el artículo 540 de la Ley de Sociedades de Capital y en la disposición adicional séptima del TRLMV.

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.

Este es el segundo año en que se permite a las sociedades cotizadas presentar en formato libre el IAGC y el informe anual de remuneraciones de los consejeros (IARC), acompañados del correspondiente anexo estadístico. Así, 18 sociedades cotizadas (12 del Ibex 35) y otra 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 ocho requerimientos por su presentación fuera de plazo (siete en 2019).

A partir de los IAGC de las sociedades, la CNMV elabora y publica anualmente en su página web un informe<sup>9</sup> en el que se analizan, en términos agregados, las principales pautas en materia de gobierno corporativo de los emisores y se difunde una diversidad de datos estadísticos individualizados de cada entidad.

De acuerdo con el IAGC de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados correspondiente al ejercicio 2019, los aspectos y las tendencias más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas son los que se detallan a continuación.

### Aplicación del principio «cumplir o explicar»

El grado de seguimiento del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en su quinto año de aplicación fue elevado. En promedio, las sociedades cotizadas cumplieron el 85,7 % de las recomendaciones del nuevo código (sin cambios respecto a 2018) y de forma parcial el 7,1 %. Por tanto, a nivel agregado, las recomendaciones que no fueron observadas por las sociedades cotizadas ni siquiera de forma parcial supusieron solamente el 7,2 % del total.

En 2019, las sociedades del Ibex 35 han cumplido el 91,6 % del Código de buen gobierno y, adicionalmente, de forma parcial otro 4,5 % de las recomendaciones que les son aplicables.

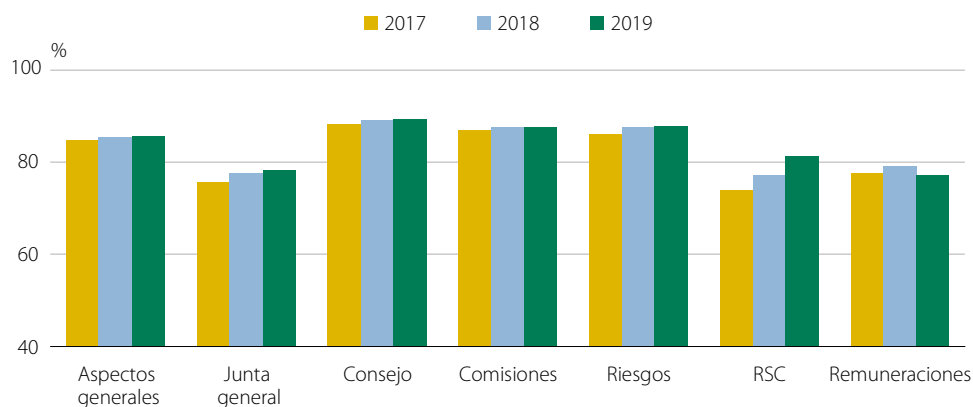
El gráfico 4.3.1 muestra la evolución del grado de seguimiento medio de las recomendaciones del Código de buen gobierno, agrupadas por categorías.

---

9 Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados.

## 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 331 de las incluidas en los IAGC de 2019 sobre las 10 recomendaciones menos seguidas del Código de buen gobierno.

En la revisión del ejercicio 2019, se ha detectado un aumento 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), las transitorias (la sociedad declara el compromiso de adoptar las medidas necesarias para cumplir la recomendación en el futuro) y las generales (motivan, de forma genérica, un desacuerdo con la recomendación y no desarrollan una explicación específica para la sociedad en concreto), mientras que se redujeron las específicas (informan sobre una situación concreta de la sociedad y explican los motivos por los que esta circunstancia les impide seguir la recomendación) y las alternativas (no explican las causas y circunstancias específicas por las que se produce el no seguimiento, pero incluyen información adicional sobre procedimientos o actuaciones de la sociedad que se pueden considerar alternativas a lo recomendado por el Código porque persiguen el mismo fin).

Esto pone de manifiesto que, aunque parece que algunas entidades sí estarían mejorando la calidad de sus explicaciones —principalmente las del Ibex 35—, todavía sigue habiendo margen de mejora para que las sociedades apliquen satisfactoriamente las consideraciones de la Guía técnica 1/2016 de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar», de tal manera que las explicaciones que aporten para justificar el no seguimiento de alguna de las recomendaciones sean de calidad y permitan a los accionistas, inversores y demás agentes interesados conocer y valorar adecuadamente los motivos por los que la sociedad ha decidido no seguir una recomendación concreta. 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 27 sociedades (21 en 2019). En ellos, se solicitó información, aclaraciones adicionales o información correcta sobre el seguimiento de determinadas recomendaciones del Código, y la mayoría de los escritos enviados incluía orientaciones destinadas a mejorar la calidad de las explicaciones ofrecidas cuando no se ajustaban a las recomendaciones y mencionaba la conveniencia de



seguir las indicaciones de la Guía técnica 1/2016 de buenas prácticas del principio «cumplir o explicar», puesta a disposición del público en la página web de la CNMV en julio de 2016.

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

### Junta general de accionistas

El porcentaje medio de capital que participó en las juntas celebradas en 2019 se situó en el 71,2 % (72 % en 2018). 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 a un mayor porcentaje de accionistas minoritarios le corresponde una menor participación en las juntas.

### Consejo de administración y consejeros

El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas ascendió a 1.272 (1.325 en 2018). El porcentaje que corresponde a compañías del Ibex 35 aumentó hasta el 35,1 % (32,6 % en 2018).

El tamaño del consejo se situó de media en 10 miembros (mismo número que en 2018 y sin variaciones significativas con respecto a años anteriores), mientras que esa media fue de 13,1 consejeros en las sociedades del Ibex 35 (igual que en 2018 y también sin cambios notables con respecto a ejercicios previos). En 2019 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 94,5 % de las sociedades (94,7 % en 2018). Los consejos con más de 15 miembros (3,1 %) continuaron concentrándose casi exclusivamente en compañías del Ibex 35.

Los presidentes de los consejos de las sociedades cotizadas siguieron siendo mayoritariamente ejecutivos (46,5 % en 2019), porcentaje que se redujo en más de 2 puntos con respecto a 2018, con lo que se mantiene la tendencia decreciente desde 2013. Por otra parte, aumentó hasta el 13,4 % el porcentaje de presidentes que tenían la condición de consejeros independientes (12,8 % en 2018).

En cuanto a la categoría de los miembros del consejo de administración, el 100 % de las sociedades contaba con una mayoría de consejeros no ejecutivos en el consejo (99,3 % en 2018).

En 2019, el 67,7 % de las sociedades del Ibex 35 tenía en sus consejos al menos un 50 % de independientes, aunque ese porcentaje desciende hasta el 64,7 % si se toma como referencia que los independientes constituyan la mayoría de los consejeros (no obstante, este último porcentaje se situaba en el 54,6 % en 2018). Del resto de sociedades, el 74,2 % (70 % en 2018) 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 11, puntos porcentuales, para situarse en el 23,4 % en 2019 (19,7 % en 2018) y el 27,5 % en

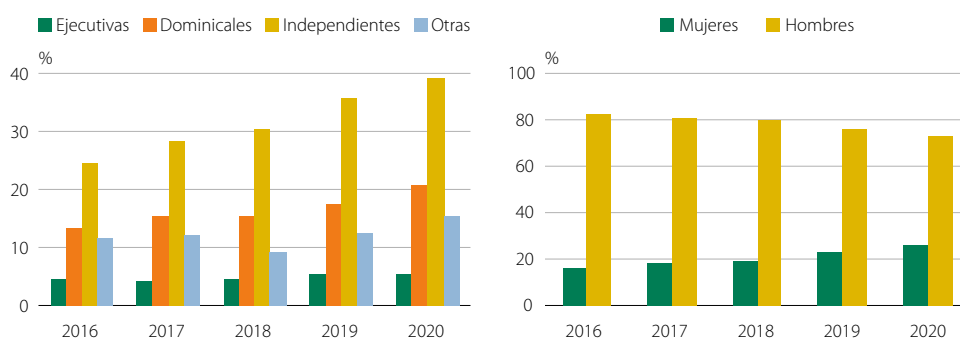
el Ibex 35 (23,1 % en 2018), cifra aún alejada del objetivo del 30 % de presencia femenina en los consejos de administración para 2020 establecido en la recomendación 14 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, y del 40 % establecido en la recomendación 15 del citado Código revisado<sup>10</sup> en junio de 2020 a cumplir antes de que finalice 2022. Por categorías, destaca el incremento de 5,4 puntos porcentuales de consejeras calificadas como independientes, que han pasado a representar un 35,8 % del total de independientes en 2019 (30,4 % en 2018). También aumentó el porcentaje de otras externas hasta el 12,6 (9,2 % en 2018) y el de consejeras dominicales, que pasaron a suponer el 17,6 % del total de dominicales (15,5 % en 2018). El porcentaje de consejeras ejecutivas aumentó ligeramente en 2019 y se situó en el 5,5 % del total de consejeros ejecutivos (4,9 % en 2018).

La información disponible referente a 2020 revela que el porcentaje de mujeres en los consejos continuó al alza en dicho ejercicio. Este porcentaje se situó en el 26,1 % para el conjunto de las sociedades cotizadas y en el 31,3 % para las sociedades del Ibex 35, superando, en este último caso, el citado objetivo del 30 % de presencia femenina en los consejos para 2020, aunque a distancia del objetivo del 40 % para 2022. También se incrementó el porcentaje de consejeras en las diferentes categorías: las consejeras calificadas como independientes llegaron al 39 %, las dominicales se situaron en el 21 % y las denominadas otras externas alcanzaron el 15,4 %. El porcentaje de consejeras ejecutivas continuó siendo el más reducido y apenas registró variaciones en 2020 (5,5 %).

El gráfico 4.3.2 muestra la evolución de la presencia femenina en los consejos, según la categoría de las consejeras. En el panel de la izquierda se indica el porcentaje que las consejeras representan en cada una de las cuatro categorías sobre el total de consejeros, hombres y mujeres, de dicha categoría. Y en el panel de la derecha 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 2019, un 27,6 % (32,3 % en 2018) 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 siete 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.

En el año 2020, 127 sociedades anónimas cotizadas presentaron el informe correspondiente al ejercicio 2019, conforme a lo previsto en el artículo 541 de la Ley de Sociedades de Capital. Un total de 22 sociedades (16 del Ibex 35), 6 más que el ejercicio anterior, optaron por presentarlo en formato libre, acompañado del correspondiente anexo estadístico.

Las retribuciones medias por consejo y por consejero se situaron en 2019 en 4 millones de euros y 382.000 euros anuales, respectivamente. La retribución media por consejo supuso un aumento del 6,4 % con respecto al año anterior. Uno de los motivos que explican este incremento es que las sociedades que presentaron el IARC en 2019 pero no lo hicieron en 2018 tenían una remuneración superior a las que lo habían presentado en 2018 pero no en 2019. Otro de los motivos es que en una sociedad se produjo un incremento singular de 14,2 millones de euros, como consecuencia del cese de un consejero ejecutivo.

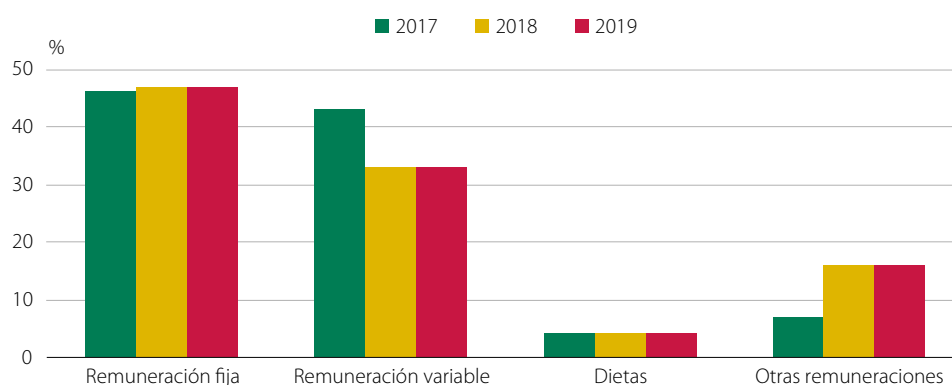
La retribución media por consejero supuso un aumento del 1,9 % con respecto al año anterior. No obstante, sin tener en cuenta el señalado incremento singular de 14,2 millones de euros, la remuneración media por consejero hubiera descendido un 1,5 %.

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 34 % en su retribución media para el periodo 2013-2019.

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 devengada corresponde a la retribución fija, que representa el 47 % del total (44 % en las sociedades del Ibex 35 y 54 % en el resto de sociedades).

La retribución variable, incluido el beneficio bruto de las acciones o los instrumentos financieros consolidados en el ejercicio, supone el 33 % (33 % en el Ibex 35 y 32 % en las sociedades no Ibex 35); las dietas constituyen el 4 % (3 % en las sociedades Ibex 35 y 6 % en las no Ibex 35); la remuneración consolidada en el ejercicio por sistemas de ahorro, que representa de media el 4 % (el 5 % en las sociedades del Ibex 35 y el 2 % en las no Ibex 35), y el resto corresponde a otros conceptos retributivos, incluidas las indemnizaciones.

### Revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas

RECUADRO 9

Con fecha 26 de junio de 2020, el Consejo de la CNMV aprobó la revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas a partir de cuatro grandes ejes: fomento de la presencia de mujeres en los consejos de administración; mayor relevancia de la información no financiera y la sostenibilidad; más atención a los riesgos reputacionales y, en general, no financieros, y clarificación de aspectos relativos a la remuneración de consejeros.

El proceso de revisión modificó, con distinto grado de intensidad, la redacción de 20 recomendaciones de las 64 que integran el Código<sup>1</sup>.

Las modificaciones más destacadas son:

#### Recomendación 2. Cotización de sociedades integradas en grupos

Se amplía el ámbito de aplicación de la recomendación y en el nuevo texto se contempla no solo el supuesto de que las dos sociedades del grupo coticen, sino que incluyen todos los casos en los que la sociedad cotizada esté bajo el control de otra entidad.

#### Recomendación 4. Política general de comunicación

Las sociedades deberán contar, como novedad, con una política general de comunicación de información económico-financiera y corporativa.

#### Recomendación 7. Voto y asistencia telemáticos

Se añade que las entidades tengan previstos sistemas para que los accionistas puedan ejercer su derecho de voto por medios telemáticos e incluso que —al menos las entidades de elevada capitalización— prevean mecanismos que permitan la asistencia y la participación telemáticas en la junta.

#### Recomendación 14 y 15. Diversidad de género

Se han reforzado las recomendaciones sobre diversidad de género. Se señala que antes de que finalice 2022 los consejos de administración deberían contar

con, al menos, un 40 % de consejeras. También se propone que las sociedades fomenten el aumento del número de altas directivas.

#### Recomendaciones 22 y 24. Cese de consejeros

Se modifica la recomendación al objeto de que el consejo tenga que analizar la situación cuando un consejero se vea afectado por circunstancias que puedan dañar el crédito y la reputación de la sociedad y, en su caso, tomar medidas, sin esperar a que se produzcan ciertas decisiones formales de los tribunales (como el auto de procesamiento o el de apertura de juicio oral).

#### Recomendación 37. Composición de la comisión ejecutiva

En el nuevo texto se recomienda la presencia de, al menos, dos consejeros no ejecutivos, siendo, al menos, uno de ellos un consejero independiente.

#### Recomendaciones 39, 41, 42 y 45. Riesgos e información no financiera

Se realizan ajustes técnicos en la redacción para incluir también los riesgos no financieros. Se ha ampliado el ámbito de aplicación del canal para comunicar irregularidades y se recomienda que dicho mecanismo garantice la confidencialidad.

#### Recomendaciones 53, 54 y 55. Sostenibilidad

Se realizan algunos ajustes técnicos y se sustituye el término *responsabilidad social corporativa* por el más amplio y utilizado actualmente de *sostenibilidad en relación con aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza* (ESG).

#### Recomendación 59. Retribución variable

Se modifica el texto para aclarar que la retribución variable de los consejeros solo debe abonarse cuando se ha comprobado suficientemente que se han cumplido las condiciones de rendimiento o de otro tipo previamente establecidas.

Asimismo, se recomienda que las sociedades valoren el establecimiento de cláusulas de reducción (*malus*) por las que se difiera parte de la retribución variable y que impliquen su pérdida total o parcial en el caso de que se produjera algún evento que lo hiciera aconsejable.

#### Recomendación 62. Retribución en acciones

En el nuevo texto se aclara el alcance de la regla según la cual una vez atribuidas las acciones, las opciones o los instrumentos financieros correspondientes a los sistemas retributivos, los consejeros ejecutivos no pueden transferir su titularidad o ejercitarlos hasta transcurrido un plazo de al menos tres años.

También se modifica la redacción para aclarar que no es necesario respetar este requisito cuando el consejero mantenga una exposición económica a la

variación del precio de las acciones por un valor de mercado que sea equivalente a un importe de al menos dos veces su remuneración fija anual.

#### **Recomendación 64. Indemnización**

En la modificación se precisa que entre los pagos por resolución o extinción contractual, que en conjunto no deberían superar la retribución de dos años, se incluyen cualesquiera abonos cuyo devengo u obligación de pago surja como consecuencia o con ocasión de la extinción de la relación contractual que vinculaba al consejero con la sociedad, incluidos los importes no previamente consolidados de sistemas de ahorro a largo plazo y los derivados de pactos de no competencia poscontractual.

---

<sup>1</sup> En concreto, han sido objeto de modificación las recomendaciones 2, 4, 6, 7, 8, 14, 15, 22, 24, 37, 39, 41, 42, 45, 53, 54, 55, 59, 62 y 64.

### 5.1 Herramientas de supervisión del abuso de mercado

Entre los objetivos de la supervisión de los mercados 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 que realizan 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 electrónico de alarmas que utiliza el Departamento de Mercados Secundarios para detectar posibles casos de abuso de mercado. Otra importante fuente de información es la comunicación de operaciones sospechosas por parte de las entidades.

#### Comunicación diaria de operaciones

A lo largo de 2020, la CNMV ha seguido proporcionado soporte a las entidades para atender las incidencias y responder a las consultas más frecuentes y ha incidido en el cumplimiento de esta obligación de reporte tanto en forma como en tiempo, persiguiendo unos elevados estándares de calidad. En este aspecto, la CNMV ha remitido varios avisos generales a las entidades obligadas —derivados de las pruebas generales de calidad efectuadas—, las ha contactado bilateralmente en determinados casos para corregir errores particulares y ha revisado individualmente la comunicación de operaciones de una serie de entidades, lo que ha dado lugar a 17 requerimientos que se referían tanto a la falta de calidad en el contenido de los reportes como a la omisión de comunicación de operaciones.

En 2020, se recibieron más de 256 millones de registros (un 55 % más que en 2019) de comunicación de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros. Las entidades con obligación de reporte a la CNMV han ascendido a 186 de media (183 en el año anterior) y se han recibido también reportes de algunos de los mercados, referidos a sus miembros o a participantes no sujetos a la Directiva MiFID. Este incremento de reportes recibidos se corresponde en parte con el aumento de la utilización de los ficheros especiales (REQ) para la comunicación de operaciones omitidas o corregidas, implementados en el último trimestre de 2019 por parte de la CNMV y también es consecuencia de 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*, así como del aumento de la negociación debido a la pandemia.

Este hecho también ha tenido su impacto en el reenvío que la CNMV realiza a las autoridades competentes de otros Estados miembros, que ha superado los

180 millones de registros (una cifra muy superior a los 100 millones de 2019). Por otra parte, se recibieron más de 309 millones de registros de las autoridades competentes de otros Estados miembros de la Unión Europea (cifra similar a la del año anterior).

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

### Datos de referencia (FIRDS)

La CNMV lleva a cabo un seguimiento diario de la correcta remisión de información a ESMA de los datos del FIRDS y de los necesarios para desarrollar los cálculos de transparencia —*Financial Instruments Transparency System* (FITRS)—.

A lo largo de 2020, la CNMV incidió especialmente en la puntualidad y calidad de los datos de referencia, como el código LEI (*Legal Entity Identifier*) del emisor, el código de clasificación de instrumentos financieros (CFI), la fecha de vencimiento o la correlación entre los instrumentos remitidos al sistema FIRDS y al régimen de transparencia. Asimismo, se ha estado en continuo contacto con los centros de negociación para la corrección de las incidencias detectadas.

A finales de 2020, los registros en el sistema FIRDS de la CNMV incluían seis mercados regulados, cinco sistemas multilaterales de negociación, dos sistemas organizados de contratación y siete internalizadores sistemáticos. Se destaca el inicio de reporte del SMN Dowgate y el alta del nuevo segmento de empresas en expansión y SOCIMI (MIC: GROW) de BME MTF Equity. El flujo regular durante el año ha sido de 24 o 26 ficheros diarios, correspondientes a 24 códigos de mercado (MIC) diferentes, mientras que los instrumentos informados han pasado de alrededor de 35.000 diarios a finales de 2019 a casi 33.500 diarios a finales de 2020. Los instrumentos activos en la base de datos de ESMA cuya autoridad competente relevante es la CNMV ascienden a 154.170 (140.319 en el ejercicio anterior).

### Comunicación de operaciones sospechosas

La obligación que impone el artículo 16 del Reglamento sobre abuso de mercado<sup>1</sup> a las entidades que prestan servicios de inversión y a los mercados de comunicar 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*) fue de 280 (un descenso del 18 % respecto a las comunicaciones recibidas en 2019). Como en años anteriores, la mayoría de las STOR se refería al potencial uso o intento de uso de información privilegiada (68 %) y el resto a

---

1 Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.



posibles manipulaciones de mercado. La mayor parte (85 %) de las STOR recibidas corresponde a acciones y, en segundo lugar, a derivados (7,5 %); por el contrario, las comunicaciones relativas a operaciones de instrumentos de renta fija han disminuido hasta el 7 %.

Del total de STOR, se han recibido 178 comunicaciones de entidades financieras, mientras que 5 han sido remitidas por los mercados.

Aproximadamente el 34 % de las STOR fueron comunicaciones sospechosas sobre instrumentos españoles recibidas de otros reguladores (un porcentaje solo algo inferior al del ejercicio anterior), frente al 17,5 % del total de comunicaciones enviadas desde la CNMV a otros reguladores, porcentaje similar al año anterior.

Respecto al cumplimiento de esta obligación, cuya realización sin dilación se requiere desde su detección por parte de la entidad o el mercado, sí se ha apreciado en este ejercicio un ligero retraso en la comunicación debido principalmente a la pandemia. Esta originó en determinados periodos del año un volumen muy alto de actividad en los mercados, lo que ha supuesto un esfuerzo mayor a la hora de analizar la aplicación de la obligación de remitir las STOR a la CNMV.

### 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 aumentó un 46,3 % con respecto a 2019, con fuertes incrementos de la negociación de renta variable y derivados. No obstante, en términos de efectivo, se ha producido una reducción del 17,8 %.

#### Número de operaciones y volumen

CUADRO 5.1.1

Mercados	N.º operaciones (miles de operaciones)			Nominal/efectivo (millones de euros)		
	2019	2020	% var. 20/19	2019	2020	% var. 20/19
Renta variable	37.186	55.164	48,3	469.621	429.339	-8,6
Renta fija	74	70	-5,0	860.002	909.058	5,7
Mercado regulado	22	16	-28,4	173.295	180.656	4,3
SMN	22	23	6,4	160.657	129.579	-19,3
OTF	30	31	3,3	526.050	597.487	13,6
MTF	-	-	-	-	1.336	-
Derivados	3.557	4.485	26,1	1.799.985	1.233.806	-31,5
<b>Total mercados</b>	<b>40.817</b>	<b>59.719</b>	<b>46,3</b>	<b>3.129.608</b>	<b>2.572.203</b>	<b>-17,8</b>
Liquidación	9.348	9.973	6,7	21.630.708	25.773.399	19,2
Compensación	78.020	115.804	48,4	1.700.140	1.474.064	-13,3
<b>Total</b>	<b>128.185</b>	<b>185.496</b>	<b>44,7</b>	<b>26.460.456</b>	<b>29.819.666</b>	<b>12,7</b>

Fuente: CNMV.

La Ley del Mercado de Valores habilita a la CNMV a requerir a los participantes del mercado bajo su supervisión que proporcionen información necesaria en el curso de sus investigaciones o que realicen o cesen determinadas conductas. 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
<b>Renta variable</b>				
2019	107	67	39	0
2020	84	53	41	0
<b>Renta fija</b>				
2019	0	0	9	4
2020	3	12	8	12
<b>Derivados</b>				
2019	4	9	5	34
2020	12	31	40	9
<b>Liquidación</b>				
2019	7	0	7	0
2020	7	3	4	2
<b>Compensación</b>				
2019	29	12	8	0
2020	22	14	1	0
<b>Otros</b>				
2019	40	1	0	10
2020	53	0	24	25
<b>Total</b>				
2019	<b>187</b>	<b>89</b>	<b>68</b>	<b>48</b>
2020 <sup>1</sup>	<b>183</b>	<b>113</b>	<b>120</b>	<b>48</b>

Fuente: CNMV. (1) El total incluye dos requerimientos y dos informes remitidos a otros departamentos relacionados con la transmisión de la propiedad de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

## 5.2 Publicación por los emisores de información privilegiada y otra información relevante

En el ámbito de la supervisión del abuso de mercado 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. Esta obligación garantiza una correcta formación de precios y a la vez evita que haya inversores que puedan operar con más información que otros. La CNMV continuó en 2020 con su labor de vigilancia del cumplimiento de este requisito, tanto sobre acciones como sobre valores de deuda y con independencia del tipo de centro de negociación en el que coticen.

En enero de 2020, la CNMV informó sobre la introducción de un nuevo procedimiento de comunicación que desde el 8 de febrero permite a los emisores la separación de sus informaciones entre comunicaciones de información privilegiada (CIP) y comunicaciones de otra información relevante (OIR). Esta distinción se establece en la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento sobre abuso de mercado exige que la información privilegiada se identifique como tal en las publicaciones.

Durante el año 2020 el número total de comunicaciones (CIP y OIR) registradas ascendió a 6.284 (un 19,6 % menos que en 2019).

En el cuadro 5.2.1 se desglosa el número de publicaciones clasificadas según su tipología.

### Hechos relevantes y CIP u OIR

CUADRO 5.2.1

Tipo	2019	2020		
		Hechos relevantes hasta 7/02/20	CIP	OIR
<b>Instrumentos financieros</b>	<b>4.022</b>	<b>420</b>	<b>129</b>	<b>3.135</b>
Ofertas públicas de suscripción y venta	27	3	6	20
Colocación de grandes paquetes accionariales	24	–	10	–
Suspensiones y levantamientos de negociación	22	1	16	20
Calificaciones crediticias	92	3	35	32
Fondos de titulización	2.432	256	3	1.978
Otros sobre instrumentos financieros	1.425	157	59	1.085
<b>Negocio y situación financiera</b>	<b>2.079</b>	<b>123</b>	<b>435</b>	<b>1.424</b>
Información sobre resultados	1.471	76	194	–
Situaciones concursales	15	3	8	–
Otros sobre negocio y situación financiera	593	44	233	1.424
<b>Operaciones corporativas</b>	<b>503</b>	<b>29</b>	<b>105</b>	<b>129</b>
<b>Gobierno corporativo y convocatorias oficiales</b>	<b>1.210</b>	<b>48</b>	<b>26</b>	<b>281</b>
<b>Total</b>	<b>7.814</b>	<b>620</b>	<b>695</b>	<b>4.969</b>

Fuente: CNMV.

## 5.3 Actuaciones de supervisión del abuso de mercado

### Suspensión temporal de la negociación

La suspensión temporal de la negociación es una medida excepcional que puede adoptar la CNMV en casos singulares de graves asimetrías o insuficiencias de información que no permiten la correcta formación de precios. En 2020 el número de suspensiones de negociación y de emisores afectados se mantuvo en niveles similares a los del año anterior.

### Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 5.3.1

	2019	2020
Número de emisores suspendidos	14	9
Número de suspensiones	15	9
Por necesidad de difundir información relevante	7	5
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	6	3
Otras	2	2

Fuente: CNMV.

## Prospecciones de mercado

El Reglamento sobre abuso de mercado y su normativa de desarrollo definen lo que se entiende por prospección de mercado y señalan las obligaciones que deben cumplirse 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, profesión o funciones y, por tanto, no se trate de una comunicación ilícita de información privilegiada. Dichas obligaciones afectan a los requisitos que tanto el participante del mercado que comunica información en el marco de una prospección de mercado como el que la recibe deben cumplir. Los requisitos se refieren a aspectos como la valoración sobre el carácter privilegiado de la información transmitida o la necesidad de elaborar y conservar registros de la información que se transmite y de mantener registros de los potenciales inversores con los que el participante de mercado que comunica información contacta.

### *Colocaciones aceleradas*

Supuestos habituales de colocaciones aceleradas son: 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 o de derechos de suscripción preferente por algún accionista significativo, y iii) la colocación de acciones de nueva emisión de la sociedad emisora mediante una ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente.

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.

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 las correspondientes comunicaciones y el requerimiento de información no solo de las entidades mandadas para realizar la prospección, sino de las contactadas que recibieron información sobre la colocación. Esta supervisión se realiza sobre prospecciones de mercado relacionadas tanto con valores cotizados en mercados regulados como en sistemas multilaterales de negociación.

Durante 2020 se llevaron a cabo un total de siete colocaciones aceleradas de grandes paquetes accionariales que afectaron a seis sociedades emisoras (una de ellas fue objeto de dos colocaciones a lo largo del año). El número de colocaciones realizadas en 2019 y 2018 fue de 11 en ambos ejercicios.

En tres de las operaciones se colocaron acciones de las que era titular algún accionista de la sociedad emisora, en dos operaciones las acciones procedieron de ampliaciones de capital (en un caso se trató de una ampliación de capital simultánea a la emisión de obligaciones convertibles) y en dos operaciones se llevó a cabo una colocación de acciones existentes por cuenta de ciertos suscriptores de bonos.

Los porcentajes de colocación se mantuvieron en un rango entre el 0,8 % y el 13,7 % sobre el capital social. Los descuentos en precios oscilaron entre el 4,2 % y el 10,7 %

aproximadamente, y en un caso concreto el precio de colocación se realizó sin descuento respecto al precio de cierre de la sesión en la que se anunció la operación.

### Operaciones con acciones propias

Otro aspecto importante en la labor de supervisión de la CNMV es el relativo a las operaciones con acciones propias de las sociedades emisoras y, en particular, a la denominada *operativa discrecional* de los emisores sobre su autocartera. Se trata de operaciones que se realizan al margen de los puertos seguros que establece el marco legal contra el abuso de mercado en la Unión Europea: programas de recompra y prácticas aceptadas de mercado (contratos de liquidez).

Son dos los posibles riesgos asociados a las operaciones con acciones propias. El primero es la posible 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 es 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.

Teniendo en cuenta estos riesgos, es prudente limitar las operaciones con acciones propias a las que se efectúan 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. Tanto los programas de recompra conformes al Reglamento sobre abuso de mercado como la provisión de liquidez —práctica de mercado aceptada 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 de 2020, la CNMV dejó sin efecto 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 sobre abuso de mercado, cuyo designio armonizador hacía estos criterios, publicados en 2013, difícilmente compatibles con el marco regulatorio actual.

#### Cambio de control en las infraestructuras de negociación de BME RECUADRO 10

El 17 de noviembre de 2019 SIX Group AG (SIX) decidió formular una oferta pública voluntaria de adquisición (OPA) sobre la totalidad de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S. A. (BME).

SIX presentó el 23 de diciembre de ese mismo año solicitud para la autorización por parte del Gobierno de España de la adquisición y del cambio de control de las sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales, Iberclear

y BME Clearing, de conformidad con lo dispuesto en el segundo apartado de la disposición adicional sexta del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012. El Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital declaró completa dicha solicitud el 10 de febrero de 2020, fecha en la cual solicitó el informe correspondiente a la CNMV.

La CNMV procedió en ese momento con el análisis de la documentación aportada por SIX de conformidad con las Directrices conjuntas sobre evaluación cautelara de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones cualificadas en el sector financiero adoptadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación. Ese análisis cubrió aspectos tales como la nueva estructura del grupo propuesto y los efectos sobre la supervisión; la reputación, capacidad profesional y experiencia de los directivos; la reputación y solvencia financiera del adquirente; los requisitos prudenciales; la prevención del blanqueo de capitales; la financiación de la adquisición, y otras consideraciones.

Asimismo, la CNMV solicitó a BME el informe previsto en los artículos 2 y 4 del Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, para que se pronunciara respecto de las consecuencias que la pérdida de su participación tendría en el desenvolvimiento de los mercados secundarios y de los sistemas gestionados por la sociedad de sistemas y la entidad de contrapartida central, y se analizó el previsible impacto de la operación en cada una de las infraestructuras de BME, así como los compromisos asumidos por SIX, que se mencionan más adelante. Se valoraron también los informes remitidos al Ministerio por los gobiernos autonómicos catalán, valenciano y vasco.

Considerando la importancia que la integración del Grupo SIX y del Grupo BME podría tener para el funcionamiento de los mercados financieros español y suizo, y que en dichos grupos se incluyen entidades sujetas a supervisión, para facilitar la colaboración entre FINMA (autoridad competente de Suiza) y la CNMV, ambas autoridades se comprometieron a negociar un acuerdo de colaboración para la cooperación en la supervisión de BME y SIX.

La CNMV, tras analizar la documentación recibida, informó favorablemente sobre la adquisición propuesta el 18 de marzo de 2020, haciendo constar que para llegar a dicha conclusión habían sido especialmente relevantes los compromisos voluntariamente asumidos por SIX. Dichos compromisos se hicieron constar en el Acuerdo del Consejo de Ministros, de 24 de marzo de 2020, por el que el Gobierno autorizaba bajo condición la adquisición y se referían a los siguientes aspectos: i) el tratamiento igualitario de los usuarios de las infraestructuras españolas y suizas; ii) la potencial admisión a negociación de SIX, tanto en la bolsa de valores suiza como en la española, en caso de que SIX decida convertirse en una sociedad cotizada; iii) compromisos concretos para las tres infraestructuras clave (bolsa de valores, BME Clearing e Iberclear); iv) el mantenimiento de una oferta suficiente de servicios de negociación, compensación y liquidación, y servicios para que las infraestructuras clave antes mencionadas continúen operando con normalidad, y v) la sujeción a autorización de la CNMV, cuando exista un contrato de cooperación

con la autoridad competente de dicho tercer país, de la delegación o externalización de funciones críticas por parte de las infraestructuras mencionadas anteriormente.

La CNMV autorizó con fecha 25 de marzo la OPA, de cuyo resultado positivo SIX informó el 11 de junio. Tras el ejercicio del derecho de compra forzosa (*sell out*) por parte de los accionistas de BME que no aceptaron la OPA y el derecho de venta forzosa (*squeeze out*) ejercitado por SIX, se completó la adquisición de la totalidad del capital social de BME, tras lo cual se procedió con la exclusión de negociación de BME el pasado 30 de septiembre.

Durante todo el proceso, la CNMV también prestó un especial interés a los aspectos socio-organizativos de las infraestructuras de mercado de BME. Así, por ejemplo, con base en las facultades de la CNMV al respecto, se realizó un seguimiento exhaustivo de las variaciones en las participaciones en el capital social de BME y de los cambios que se produjeron en sus órganos de gobierno y dirección tras el cambio de control.

Cabe destacar también que el pasado 3 de diciembre de 2020 la CNMV aprobó un folleto para la admisión a negociación en AIAF de una emisión de bonos sénior de SIX, realizada a través de su vehículo SIX Finance (Luxembourg) S. A., en el contexto de la refinanciación de la adquisición de BME, por un importe de 650 millones de euros y vencimiento en diciembre de 2025.

La CNMV seguirá monitorizando el proceso de integración del Grupo BME en el Grupo SIX para asegurar que se lleva a cabo de conformidad con los requisitos legales aplicables y los compromisos adquiridos anteriormente referidos.

### Programas de recompra de acciones

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. El puerto seguro de los programas está reservado para 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 de la publicación por el emisor antes del inicio del programa de recompra; ii) supervisión de la publicación 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 2020 estuvieron en vigor 35 programas de recompra correspondientes a 31 emisores diferentes (4 de ellos ejecutaron 2 programas en el año). De ellos 23 tuvieron como objeto adquirir acciones propias para su posterior amortización y 14 atender las obligaciones derivadas de los planes de incentivos de la sociedad. Dos de estos programas se aprobaron para dos de los objetivos previstos en el Reglamento sobre abuso de mercado.

La explicación de este aumento en el número de programas de recompra frente a los 27 que estuvieron en vigor durante el año 2019 se halla fundamentalmente en la coyuntura de precios de la renta variable asociada al impacto de la pandemia en los mercados y, posiblemente, también en la derogación de los criterios de gestión discrecional, que ha trasladado al ámbito de los programas de recompra la actividad de autocartera de algún emisor.

En ese contexto de mercado se ha producido también la suspensión, modificación o finalización anticipada de varios programas de recompra. Alguno de estos emisores optaron por reiniciar el contrato de liquidez que habían suspendido con ocasión del inicio de su programa de recompra, otorgando prioridad al objetivo de favorecer la liquidez.

### Contratos de liquidez

Los contratos de liquidez suscritos por las sociedades emisoras con un intermediario financiero se regulan en la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 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 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 la transparencia y a la revisión de la operativa— 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.

Al cierre del ejercicio, 36 emisores mantenían en vigor sus contratos de liquidez.

### Estabilización

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 estos 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) las publicaciones que deben realizarse en el marco de la estabilización, tanto las relativas a la operativa como al inicio y fin de la estabilización.

#### 5.4 Operaciones de directivos y personas vinculadas

El artículo 19.1 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo (MAR) y el artículo 230 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) establecen que las personas con responsabilidades de dirección, así como las personas estrechamente vinculadas con ellas, deberán notificar todas las operaciones que realicen sobre acciones o valores de deuda emitidos por su compañía o sobre derivados relativos a dichos instrumentos, una vez alcanzado el umbral de 20.000 euros, sin demora y a más tardar en un plazo de 3 días hábiles a partir de la fecha de la operación. Las operaciones se deberán notificar al emisor o al participante del mercado de derechos de emisión y a la autoridad competente del Estado miembro en el que esté registrado el emisor o el participante del mercado de derechos de emisión.

En relación con las notificaciones de directivos y personas vinculadas, durante el año 2020 se han registrado un total de 2.432 notificaciones, lo que representa un aumento del 95,5 % respecto a las del ejercicio anterior. Asimismo, el número de consultas atendidas se ha incrementado un 88,78 %, destacando los temas relacionados con la interpretación de la normativa, dudas sobre cómo notificar determinadas situaciones y errores de notificación.

Este aumento en las notificaciones y consultas viene motivado, principalmente, por la publicación el 18 de febrero de 2020 del criterio de la CNMV en virtud del cual los consejeros de las sociedades cotizadas debían comunicar sus operaciones mediante notificación de directivos y personas vinculadas (trámite NOD) y no por el modelo de participaciones significativas.

A lo largo de 2020 se continuó con las diversas actuaciones de supervisión de este régimen. 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 resolver 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.

Asimismo se supervisó el cumplimiento del régimen sobre periodos restringidos, esto es, la prohibición a personas con responsabilidades de dirección 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 han realizado sobre emisores que cotizan tanto en mercados regulados como en sistemas multilaterales de negociación.

## 5.5 Ventas en corto

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 alcancen el 0,5 % del capital o desciendan por debajo de ese valor, además de cada tramo adicional del 0,1 % que supere dicho porcentaje.

Con fecha 16 de marzo de 2020, ESMA decidió rebajar temporalmente al 0,10 % del capital social (anterior 0,20 %) el umbral de comunicación de posiciones cortas netas en acciones cotizadas en mercados regulados de la Unión Europea. ESMA señaló que, en las circunstancias excepcionales derivadas de la pandemia del COVID-19, esta medida preventiva era esencial para que las autoridades nacionales pudiesen llevar a cabo un seguimiento más detallado de la evolución de los mercados. Esta medida estuvo en vigor hasta el día 19 de marzo de 2021.

Durante 2020 se recibieron 6.171 comunicaciones de posiciones cortas netas en acciones (43 % más que en 2019), correspondientes a notificaciones de 190 declarantes —en su gran mayoría, fondos domiciliados en EE. UU. y el Reino Unido, al igual que en años anteriores—. En este aumento observado se ha dejado notar la reducción del umbral mínimo de notificación comentado anteriormente. Al cierre del ejercicio existían posiciones cortas netas sobre 74 emisores y 91 emisores se vieron afectados por estas en algún momento del año (77 en 2019). La media ponderada por capitalización de mercado de todas las posiciones cortas netas agregadas se situaba a finales de 2020 en el 0,77 % del capital (0,64 % en 2019).

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.

## **Prohibición de ventas en corto (artículo 23) y de creación o incremento de posiciones cortas netas (artículo 20)**

En el contexto de la irrupción de la pandemia, la CNMV adoptó dos prohibiciones y ambas contaron con la opinión favorable de ESMA.

Con fecha 12 de marzo de 2020, la CNMV acordó prohibir las ventas en corto durante la jornada del viernes 13 de marzo sobre todas las acciones líquidas admitidas a negociación en las bolsas de valores españolas cuyo precio había caído más de un 10 % durante la sesión del día 12 y sobre todas las acciones ilíquidas (en los términos del Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012) cuya caída había sido superior al 20 % (en total 69 sociedades cotizadas). La decisión se adoptó de conformidad con el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, que faculta a las autoridades nacionales competentes para restringir temporalmente las ventas en corto en el caso de una caída significativa en su precio. El acuerdo se tomó teniendo en cuenta la evolución de los mercados de valores en el contexto de la situación creada por el COVID-19, que habían registrado caídas extraordinarias en los precios de las acciones europeas (-14,06 % en el Ibx 35) con numerosos valores superando los porcentajes de variación que se recogían en el mencionado Reglamento (UE) 236/2012 y su normativa de desarrollo.

El 16 de marzo de 2020 la CNMV acordó prohibir durante un mes la realización de operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supusieran la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en los centros de negociación españoles para las que la CNMV era la autoridad competente, de conformidad con el artículo 20 del reglamento. La prohibición tenía efectos desde el 17 de marzo hasta el 17 de abril, ambas fechas incluidas, y podía bien prorrogarse por periodos adicionales no superiores a tres meses si se mantenían las circunstancias que la habían motivado, conforme al artículo 24, o bien levantarse en cualquier momento sin agotar el plazo, si se consideraba necesario. Esta medida se adoptó igualmente en otras jurisdicciones de la Unión Europea como Austria, Bélgica, Francia, Italia y Grecia.

Con fecha 15 de abril de 2020 la CNMV acordó prorrogar durante un mes esta medida sobre las acciones admitidas a cotización en los centros de negociación españoles (bolsas de valores y Mercado Alternativo Bursátil, MAB) para las que la CNMV era la autoridad competente. La prórroga de la prohibición tenía efectos desde el 18 de abril hasta el 18 de mayo de 2020, ambas fechas incluidas, y podía prorrogarse por periodos renovables no superiores a tres meses.

Con fecha 18 de mayo de 2020 la CNMV decidió, tras analizar la evolución del mercado y de las circunstancias que motivaron su adopción y en contacto con los supervisores de valores europeos que tenían adoptada una medida similar, no prolongar la prohibición de creación o incremento de posiciones cortas netas.

## **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.

Finalmente, la CNMV continuó tramitando durante el ejercicio 2020 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.

Respecto al régimen de posiciones cortas sobre deuda soberana, las entidades financieras domiciliadas en el Reino Unido y que han querido seguir acogiéndose como *primary dealers* al Reglamento (UE) n.º 236/2012 tras el 1 de enero de 2021 (fecha efectiva del *brexit*) han tenido que trasladar su condición de operador primario autorizado en deuda soberana española a entidades financieras domiciliadas en algún país de la Unión Europea.

La CNMV ha analizado las propuestas y los requisitos de notificación de las nuevas entidades domiciliadas en la Unión Europea que han optado por acogerse al régimen de exención de notificaciones y restricciones del artículo 17.3 del reglamento al declarar su actuación como operador primario; también se han revisado las notificaciones de cese de tal condición según el artículo 17.10 por parte de las entidades británicas. La CNMV ha procedido a la comunicación a ESMA tanto del uso como del cese por parte de las entidades de dicho régimen para deuda soberana española.

## 5.6 Supervisión MiFID mercados

### Negociación electrónica

Los mercados españoles han funcionado con normalidad en el ejercicio 2020, sin que les afectase la activación de sus planes de contingencia en el mes de marzo con motivo de la pandemia y el consiguiente trabajo de forma remota de la mayor parte de su personal.

Los ciberataques que experimentaron un gran número de centros de negociación de la Unión Europea durante el segundo semestre y que, en algunos casos, provocaron graves interrupciones de la negociación, tampoco afectaron de forma significativa a los sistemas de las bolsas de valores ni del resto de mercados españoles.

Durante el ejercicio 2020 la CNMV ha llevado a cabo diversas actuaciones de supervisión relacionadas con la operativa a través de medios electrónicos en los centros de negociación. En particular, respecto a las bolsas de valores se han analizado varios aspectos del régimen de negociación algorítmica establecido en el artículo 48 del Reglamento MiFID y varios reglamentos delegados de la Comisión Europea: acuerdos y planes de creación de mercado (Reglamento Delegado (UE) 2017/578); ratio de órdenes no ejecutadas u OTR (Reglamento Delegado (UE) 2017/566) y capacidad del sistema (Reglamento Delegado (UE) 2017/584). A la fecha de este informe la CNMV está analizando las conclusiones obtenidas y posibles recomendaciones para las bolsas.

Con relación a los informes trimestrales sobre calidad de ejecución, conforme al artículo 27 de MiFID y al Reglamento Delegado (UE) 2017/575 de la Comisión, se realizó un seguimiento de su correcta publicación, en tiempo y forma.

Además, se completó 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 y se supervisó 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 28 de febrero de 2020.

En 2020 se recibió una notificación de una entidad relativa a una nueva alta de negociación algorítmica de conformidad con el artículo 17 de MiFID II, así como ocho modificaciones de notificaciones previas. A finales de dicho ejercicio el número de entidades declarantes ascendía a 84.

### Número de notificaciones recibidas por la CNMV

CUADRO 5.6.1

	2019	2020	Variación (%)
Trámite NNA. Notificación de actividades relacionadas con la negociación algorítmica	65	9	-86,15
Trámite NAI. Notificación de actividad de internalización sistemática	15	15	-

Fuente: CNMV.

## Mercados de renta fija

### Actuaciones de supervisión y novedades de los mercados

La CNMV ha continuado su labor de seguimiento de la operativa diaria para la prevención y detección del abuso de mercado. Buena parte de las investigaciones realizadas están relacionadas con la dispersión de precios en instrumentos poco líquidos o con inexactitudes en la comunicación de precios.

Se indican a continuación algunas novedades en los mercados de deuda españoles.

- En octubre de 2020 el MTF DowGate ha arrancado la actividad en España, con 131 operaciones por un importe nominal de 1.090,05 millones de euros, de los cuales el 5 % corresponde a deuda soberana española y el resto a deuda soberana extranjera.
- Por lo que se refiere al MARF, el año 2020 supuso un descenso del 7 % en las emisiones, que se situaron en 9.584 millones. Esta tendencia se produjo a pesar del aumento en el número de emisores y de que casi el 40 % de las emisiones contó con el aval del Estado. Cabe destacar el registro por primera vez de 2 emisiones de cedulas hipotecarias.
- Respecto al mercado AIAF, en el ejercicio 2019 la CNMV autorizó la modificación de su reglamento para incorporar la negociación de un nuevo tipo de operaciones: las condicionadas. Se trata de transacciones sobre códigos ISIN comunicados al FIRDS en trámite de admisión. En junio de 2020 se ha

comenzado a negociar este nuevo tipo, alcanzando un total de 56 operaciones, de las que un 82 % corresponde a deuda pública española.

### Calificaciones crediticias

#### Agencias de *rating*

La supervisión de las agencias de *rating* corresponde de forma directa a ESMA. Por lo tanto, la actividad de la CNMV con respecto a estas entidades consiste, como miembro del Board of Supervisors de ESMA, principalmente en su contribución a los desarrollos normativos de la regulación de agencias de calificación, así como a las decisiones sobre procedimientos sancionadores, autorizaciones y denegaciones de registro de nuevas agencias en la Unión Europea.

En la implementación de estas tareas, cabe mencionar la aprobación y publicación de la revisión de las guías de controles internos que deben mantener las agencias de calificación crediticia para salvaguardar la integridad, calidad e independencia en la prestación de sus servicios. El objetivo de estas guías es tratar de reforzar la separación de las distintas funciones de control y la efectividad de los procesos para la identificación de riesgos, al tiempo que se respeta el principio de proporcionalidad aplicable a las agencias más pequeñas.

Asimismo cabe destacar la publicación de una petición de contribuciones al sector (*call for evidence*) sobre la accesibilidad y uso de los *ratings*, con la que ESMA persigue mapear las principales actividades (regulatorias y de otro tipo) para las que los distintos tipos de usuarios utilizan las calificaciones crediticias, identificar las necesidades específicas de datos que precisan estos usuarios y cómo estas necesidades se corresponden con la información que se proporciona actualmente en la Plataforma Europea de Ratings gestionada por ESMA y en las páginas web de las agencias de calificación crediticia.

Con carácter extraordinario, y en el ámbito de la supervisión, cabe destacar el seguimiento exhaustivo realizado por ESMA de la evolución de los *ratings* en un entorno marcado por la crisis económica desencadenada a raíz de la pandemia de COVID-19, que llevó a la publicación de un informe temático específico sobre los posibles riesgos de las calificaciones crediticias emitidas sobre las obligaciones de deuda garantizada (*Collateralised Loan Obligations, CLO*).

A lo largo de 2020, ESMA autorizó la retirada del registro de la agencia polaca Inc Rating Sp. z.o.o. tras la solicitud de la propia entidad de renunciar a su condición de registrada, y la baja en la autorización de Kroll LLC como agencia certificada, por la duplicidad que suponía dicha autorización respecto de la de su filial europea registrada en 2017, Kroll Bond Rating Agency Europe Limited. Asimismo, con fecha 1 de enero de 2021 se ha producido la baja automática de las filiales en el Reino Unido de las agencias<sup>2</sup> AM Best, DBRS, Fitch Ratings y Moody's derivadas de la pérdida de la condición de agencias establecidas en la Unión Europea como consecuencia del *brexit*, y que han sido reemplazadas por las respectivas filiales en la Unión.

---

2 Las agencias dadas de baja son: AM Best Europe-Rating Services Ltd., AMBERS, DBRS Ratings Limited, Fitch Ratings Limited, Fitch Ratings CIS Limited, Moody's Investors Service Ltd, y The Economist Intelligence Unit Ltd.

En el ámbito sancionador, cabe destacar la multa impuesta a la agencia Scope Ratings GmbH, por la comisión de una infracción relacionada con la aplicación sistemática de su metodología de bonos garantizados (*covered bonds*) y las deficiencias detectadas en su proceso de revisión.

## Emisores

Por lo que se refiere a las funciones de regulación de agencias de calificación crediticia atribuidas a las autoridades nacionales competentes, la CNMV ha continuado la supervisión de las obligaciones por parte de los emisores domiciliados en España de considerar la contratación de agencias pequeñas de calificación<sup>3</sup> y la doble calificación crediticia para instrumentos de titulización<sup>4</sup>.

## Productos derivados

La supervisión de los mercados de instrumentos derivados en el ejercicio 2020 se ha mantenido centrada en 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, que se mencionan a continuación.

## Mercados regulados

Diariamente se efectúa una revisión tanto de los volúmenes negociados como de los precios, las volatilidades, las operaciones, las estrategias negociadas y las posiciones abiertas registrados en MEFF Exchange en la sesión previa. Además, 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. Igualmente se revisa el comportamiento del Ibex 35 durante el periodo de cálculo del precio de liquidación a vencimiento del contrato de futuro.

También se efectúa un seguimiento diario de la negociación del segmento de FX-Rolling, analizando los niveles de contratación en cada uno de los pares de divisas disponibles.

Asimismo y también con carácter diario se analiza la operativa realizada en *warrants* negociados en las bolsas de valores, se verifica el cumplimiento de las obligaciones de los especialistas y se supervisan las comunicaciones de información relevante de los

---

3 Uso de múltiples agencias de calificación crediticia (artículo 8 *quinquies*): «1. Cuando un emisor o un tercero vinculado se proponga designar por lo menos a dos agencias de calificación crediticia para la calificación crediticia de la misma emisión o entidad, el emisor o un tercero vinculado considerará designar por lo menos a una agencia de calificación crediticia con una cuota no superior al 10 % del mercado total y que pueda ser evaluada por el emisor o un tercero vinculado como capaz de calificar la emisión o la entidad en cuestión, siempre y cuando, según la lista de la AEVM mencionada en el apartado 2, haya una agencia de calificación crediticia disponible para calificar la emisión o la entidad en cuestión. Se harán constar los casos en que el emisor o un tercero vinculado no designe por lo menos a una agencia de calificación crediticia con una cuota inferior al 10 % del mercado total».

4 Doble calificación crediticia para instrumentos de titulización (Artículo 8 *quater*): «1. En los casos en que un emisor o un tercero vinculado se proponga solicitar la calificación crediticia de un instrumento de financiación estructurada, designará por lo menos a dos agencias de calificación crediticia que presenten calificaciones crediticias de forma independiente».

emisores de *warrants*, junto con las liquidaciones correspondientes a los distintos vencimientos, así como las de nuevas emisiones, cancelaciones y toques de barreras.

Para la detección de situaciones de abuso de mercado, se revisó la operativa efectuada en fechas próximas a hechos destacados, como la difusión de información privilegiada y las suspensiones de negociación de los productos derivados. Además, se prestó especial atención a situaciones potenciales de abuso de mercado detectadas tanto en los análisis de la operativa diaria como con las alarmas automáticas y derivadas de comunicaciones de operaciones sospechosas.

### *Sistemas organizados de contratación (SOC)*

Durante el año 2020 dos fueron los SOC españoles operativos: CAPI OTF (gestionado por CM Capital Markets Brokerage, AV, S. A.) y CIMD OTF (gestionado por CIMD, SV, S. A., del Grupo CIMD Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, S. A.). En relación con la negociación en estos SOC, se vienen realizando con carácter diario tareas de supervisión de forma similar a las referidas anteriormente.

A diario, se analiza toda la operativa tanto en CAPI OTF, que negocia instrumentos derivados de tipos de interés y sobre divisa, como en CIMD OTF en sus dos segmentos diferenciados: el de futuros de divisa y *swaps* de tipos de interés, y el de derivados de energía eléctrica (*commodities*). Se revisan todas las operaciones efectuadas en la sesión anterior, verificando las distintas clases de operaciones y sus características, como tipología, plazos, subyacentes, referencias o volúmenes.

### *Límites a las posiciones y la actividad auxiliar en derivados sobre materias primas*

Con respecto a los derivados sobre materias primas, en España hay actividad de negociación de derivados con subyacente electricidad en los segmentos de energía de los centros de negociación de MEFV y CIMD. Al cierre de cada día de negociación estos centros remiten las posiciones abiertas de todos los titulares en estos contratos de derivados de electricidad, respecto a las cuales se comprueba que son inferiores a los límites máximos establecidos por la CNMV en aplicación del artículo 85 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Por su parte, la exención por actividad auxiliar permite a las entidades negociar por cuenta propia en derivados sobre materias primas o derechos de emisión o derivados de estos y prestar servicios de inversión —pero no por cuenta propia— en tales instrumentos financieros a clientes o proveedores de su actividad principal sin constituirse en empresa de servicios de inversión, siempre que se cumplan los siguientes requisitos: i) que dichas actividades sean auxiliares respecto a la actividad principal de la entidad, ii) que su actividad principal no sea ni financiera ni la de creador de mercado en los instrumentos financieros señalados anteriormente, iii) que no apliquen una técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia y iv) que se notifique anualmente el uso de la exención a la autoridad financiera correspondiente. En este sentido, la CNMV recibió en 2020 la comunicación del uso de la exención por parte de 185 sociedades, cifra superior a las 150 que realizaron la notificación en 2019.



## 5.7 Compensación, liquidación y registro

### Depositorio central de valores

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 (DCV<sup>5</sup>) en España.

Una parte relevante de la actividad de supervisión durante el año se centró en la primera revisión y evaluación anual de los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados por los DCV con respecto al cumplimiento del Reglamento sobre depositarios centrales de valores (CSDR), en concreto de su artículo 22.

Como parte de la evaluación también se ha verificado la implementación por parte del DCV de las recomendaciones que se habían incluido en la autorización. Durante el proceso, se ha ido informando al Banco de España, en su papel de autoridad relevante según el CSDR, sobre la recepción y el análisis de la información remitida por el DCV.

Como resultado del análisis, la CNMV ha remitido sus conclusiones y recomendaciones al DCV. En el marco del CSDR, también se ha continuado con el análisis de las solicitudes presentadas por DCV extranjeros para la libre prestación de servicios, en virtud del artículo 23 de dicho reglamento. Los análisis realizados por la CNMV tienen como objeto 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.

De igual modo, se ha revisado la información para el cálculo de los indicadores con los que determinar las monedas relevantes en las que tiene lugar la liquidación y la importancia significativa de un DCV para un Estado miembro de acogida.

También se ha mantenido 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 se ha acordado posponer su entrada en vigor hasta febrero de 2022. En este sentido, en cumplimiento del Plan de actividades de la CNMV para 2020, se analizaron los posibles elementos que podían estar condicionando los niveles de eficiencia en la liquidación de valores de renta variable (diferenciando, entre otros aspectos, entre modelo de liquidación y tipo de instrucción), así como las implicaciones que el sistema de información —*Post-Trade Interface* (PTI)— pudiera estar teniendo en los niveles de eficiencia. La CNMV está considerando junto con las partes interesadas posibles actuaciones para mejorar la eficiencia y seguridad del sistema.

Durante el ejercicio, además, se ha analizado el comportamiento de las entidades participantes sistémicas, a las que se les ha solicitado detalle sobre el motivo de los fallos en la liquidación cuando presentaban una tasa relevante de fallidos.

---

5 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).

Al margen de lo anterior, y dadas las circunstancias derivadas del COVID-19, se ha realizado un seguimiento exhaustivo, especialmente en los momentos inmediatamente posteriores al establecimiento del estado de alarma, del funcionamiento de Iberclear. El DCV activó el plan de contingencia para situaciones de pandemia, con lo que prácticamente la totalidad de los empleados operó en teletrabajo, sin que ello supusiera ningún problema para la infraestructura y a pesar del incremento de volúmenes que se registró.

### Entidad de contrapartida central

En relación con BME Clearing, una parte muy relevante de los trabajos de supervisión en 2020 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.

Asimismo, se han llevado a cabo diversas actividades de supervisión específicas sobre determinados asuntos que se consideraron de interés en el plan de supervisión de la ECC.

En este sentido, se realizó una revisión en profundidad del modo en el que BME Clearing gestiona el riesgo operativo. Las infraestructuras de mercado gestionan de manera automatizada un número cada vez mayor de operaciones, circunstancia por la que la gestión del riesgo operativo ha suscitado una atención creciente desde diversos ámbitos y foros regulatorios. Por ello, la CNMV consideró oportuno profundizar en la evaluación del modo en el que las prácticas de la ECC se ajustan a los mejores estándares internacionales sobre esta materia.

La CNMV ha proseguido asimismo con la evaluación del cumplimiento por parte de BME Clearing de las Directrices de ESMA sobre gestión de conflictos de intereses por parte de las ECC, publicadas en abril de 2019. Dichas directrices tienen por objetivo asegurar que las políticas y procedimientos de las ECC establecidas en la Unión siguen unos principios comunes en la gestión de conflictos de intereses, incluidos aquellos que podrían surgir entre las distintas infraestructuras o negocios dentro de un grupo empresarial.

Se revisó también durante 2020 el funcionamiento de los órganos de gobierno de la ECC con respecto a todos aquellos asuntos relacionados con la gestión del riesgo. EMIR establece unos estándares elevados en cuanto a la independencia de las áreas de control de las ECC a fin de asegurar que las decisiones que se tomen sobre estos asuntos tengan como objetivo exclusivo preservar la integridad y solidez de estas infraestructuras y de sus clientes por encima de cualquier razón comercial.

Asimismo, se evaluó la capacidad de la ECC para aplicar sus procedimientos de gestión de incumplimientos en la situación provocada por la pandemia del COVID-19, en la que la mayor parte de su personal y el de los miembros compensadores trabajan de forma remota. Por ello, se solicitó la realización de un ejercicio de simulación de la gestión de un incumplimiento por parte de uno de los miembros de BME Clearing, con el que valorar en qué medida este se podría resolver satisfactoriamente pese a las restricciones a la movilidad provocadas por el confinamiento.

Por último, 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 2020 y la evaluación de los resultados obtenidos en dicho ejercicio.

### **Otras obligaciones de EMIR**

Al margen de la supervisión de la ECC, 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 sobre negociación de derivados OTC 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 Refit<sup>6</sup>—.

## **5.8 Operaciones de financiación con valores. Obligaciones de reporte**

El Reglamento (EU) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el Reglamento EU 648/2012 (Reglamento sobre financiación de valores o SFTR) tiene como objetivo mejorar la transparencia y la supervisión de las operaciones de financiación de valores (repos, préstamos de valores, *buy-sellback transactions* o *sell-buyback transactions*, o préstamos con reposición de garantías).

El inicio de la obligación de reporte de este reglamento se pospuso varios meses por el impacto que el COVID-19 tuvo en las entidades sujetas a reportar. Así, la primera fase de reporte, prevista inicialmente para abril 2020 para las ESI y ECA, finalmente tuvo lugar en julio, tras el comunicado de ESMA de marzo de 2020 como consecuencia de la pandemia; en julio se extendió a las ECC y DCV; en octubre, a las compañías

---

6 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.

aseguradoras, UCITS, AIF, sus gestoras y fondos de pensiones y, finalmente, en enero 2021, a las contrapartes no financieras.

La CNMV ha participado en la elaboración, aprobación y publicación en enero de 2020 de la Guía de ESMA sobre reporte de *securities financing transactions* y el informe final, que facilita pautas y ejemplos para la comunicación de las operaciones y el acceso a los datos, así como otros aspectos relacionados con los rechazos y la conciliación de estas operaciones. La revisión y publicación de la traducción al castellano de la Guía está prevista para 2021. Respecto a las Guías de ESMA sobre el cálculo de posiciones, se estima que la publicación del informe final se lleve a cabo en el primer semestre de 2021. También en el seno de ESMA se ha colaborado en la elaboración, aprobación y publicación de las validaciones de los campos y los esquemas de reporte publicados por ESMA y los documentos de preguntas y respuestas (Q&A).

En abril de 2020 tuvo lugar la extensión, de acuerdo con el SFTR, de la autorización de los *trade repositories* ya aprobados por EMIR (Regis-TR S. A., UnaVista TRADEcho BV, Krajowy Depozit Papierów Wartosciowich S. A. y DTCC Derivatives Repositories plc, DDRL); posteriormente la baja de DDRL y la autorización de DTCC Data Repository plc (DDRIE), ambas en diciembre 2020. La CNMV, como autoridad competente facultada para recibir la información de SFT recogida en estos *trade repositories*, se ha dado de alta en ellos para el acceso a los datos y su supervisión.

Para la supervisión de la obligación del cumplimiento de reporte y la calidad de los datos se ha establecido un acuerdo marco entre ESMA y las autoridades competentes con objeto de elaborar pruebas de calidad de los datos, detección de errores, impacto y prioridad de la corrección, seguimiento de las incidencias y comunicación, que van a tener lugar dos veces al año.

Las consultas relativas a este régimen pueden enviarse a [ComunicacionOperaciones@cnmv.es](mailto:ComunicacionOperaciones@cnmv.es).

## 5.9 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 realizadas por la UVM, se incoaron durante el año 2020 dos expedientes sancionadores a sendas personas físicas, por realizar las siguientes actuaciones:

- Manipulación en el mercado alternativo bursátil (en la actualidad, BME Growth, segmento destinado a empresas medianas y pequeñas del sistema multilateral de negociación BME MTF Equity).

La práctica consistía en tomar acciones de un determinado valor negociado en BME Growth comprando al proveedor de liquidez y, una vez obtenida la posición larga, provocar cambios significativos en la cotización, mediante órdenes de operaciones a nombre de dos titulares (la propia persona física y su sociedad patrimonial), que, al ejecutarse entre ellas, permitían conseguir una posición significativa de la negociación, aunque no se produjera un cambio en la titularidad final de las acciones.

- Manipulación en varias acciones del mercado regular.

En este caso, una persona física alteró la libre formación de los precios mediante órdenes de pequeño volumen, de compra (en situaciones en las que realmente quería vender) y de venta (en otras situaciones, en las que realmente quería comprar), que provocaron ejecuciones de pequeño volumen al precio que le interesaba, para atraer a otros inversores a sus posiciones, ya fueran vendedoras o compradoras. Y esta práctica, realizada de manera intensa y frecuente, deviene en manipulación de mercado, al generar una posición dominante en la formación de los precios de las sesiones en las que se realizó.

Finalmente, se han remitido 11 cartas admonitorias o de advertencia a las entidades siguientes:

- A una entidad aseguradora, para que extreme la cautela en sus operaciones en el mercado de valores al objeto de evitar incurrir en prácticas constitutivas de manipulación de mercado e incorpore en sus políticas de inversión normas que recojan ese objetivo.
- A ocho entidades de crédito, para que se aseguren de que, siempre que cualquier área o departamento disponga de información privilegiada referente a sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros, esta información se traslade inmediatamente al área de cumplimiento normativo, al ser la responsable de adoptar las medidas necesarias para su control y salvaguarda, entre ellas, cuando resulte aplicable, la elaboración de listas de iniciados.
- A un grupo de comunicación, para que adopte reglas de conducta precisas sobre la obtención, comprobación y redacción de las noticias relativas a valores o instrumentos financieros tendentes a evitar la publicación de aquellas que puedan dar una imagen falsa o engañosa de los emisores de estos y provocar alteraciones indebidas en su negociación.
- A una consultora de comunicación para que elabore y mantenga actualizadas, en el formato regulado, listas de iniciados siempre que preste servicios a sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros y acceda a información privilegiada de ese emisor.



### 6.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión

Durante el ejercicio 2020 la actividad de supervisión de las entidades que prestan servicios de inversión se ha desarrollado normalmente, sin perjuicio de que se hayan tenido que ajustar algunos procesos debido a la crisis sanitaria vivida como consecuencia del COVID-19. En particular la parte de los trabajos que se realizaban presencialmente en las sedes de las entidades ha tenido que ser sustituida por videoconferencias.

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 881 requerimientos a las entidades supervisadas, de los que 683 tuvieron su origen en la supervisión a distancia.

#### Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2020

CUADRO 6.1.1

Tipo de requerimiento	In situ	A distancia	Total
Por información fuera de plazo	8	118	126
Solicitud de información	101	324	425
Medidas correctoras o recomendaciones	31	124	155
Otras comunicaciones	58	117	175
<b>Total</b>	<b>198</b>	<b>683</b>	<b>881</b>

Fuente: CNMV.

#### Normas de conducta y requisitos organizativos

##### *Información sobre costes y gastos a los clientes, revisión horizontal*

La transparencia en relación con los costes y gastos que soportan los clientes resulta fundamental en la prestación de servicios de inversión y es uno de los aspectos que ha reforzado la Directiva MiFID II.

Tal y como estaba previsto en el Plan de actividades de la CNMV, en 2020 se realizó una revisión horizontal sobre el cumplimiento, en tiempo y forma, de la obligación anual de información *ex post* sobre costes a los clientes minoristas (información referida al año natural 2019). La revisión se efectuó sobre una muestra representativa de 20 entidades de crédito (EC) y 11 empresas de servicios de inversión (ESI).

La CNMV ha transmitido públicamente que esta información debería facilitarse no más tarde del 31 de marzo siguiente al cierre de cada año natural objeto de reporte, si bien la norma no establece un plazo concreto. La mayor parte de las entidades remitieron la información a sus clientes a finales de marzo o primeros de abril.

Las principales conclusiones alcanzadas tras la revisión de los modelos de información anual *ex post* empleados por las entidades, se describen a continuación:

- i) Comunicación de los costes totales, distinguiendo el coste de los productos, el coste de los servicios prestados y los incentivos percibidos (en importe y porcentaje). Conceptos de costes considerados.

La información debe estar agregada, de forma que el cliente pueda comprender el coste total. Asimismo, deben facilitarse los subtotales de los costes por producto, servicio e incentivos. Parte de las entidades analizadas (nueve EC y tres ESI) o bien no totalizaron estas tres partidas por separado, o bien no lo hicieron para todos los servicios, o directamente no detallaron estos aspectos, informando simplemente del total de los costes o utilizando otros conceptos para su detalle.

Estos datos deben comunicarse al cliente tanto en importe como en porcentaje, explicando en los extractos de qué manera se calculó dicho porcentaje para que los clientes puedan entender adecuadamente su significado. En algunos casos (12 EC y 2 ESI) no siempre se detallaron los porcentajes o no se explicó adecuadamente su significado.

Entre los costes considerados en los extractos se deben incluir aquellos correspondientes al servicio auxiliar de custodia, el IVA soportado y los costes de los servicios de asesoramiento o gestión (con independencia de que estos se detallen en facturas aparte), y se observaron incidencias puntuales al respecto. Además, las comisiones explícitas vinculadas a la prestación de los servicios de recepción/transmisión de órdenes deben comunicarse al cliente como costes de los servicios y en ningún caso como costes de los productos. Algunas entidades (cinco EC), sin embargo, los agregaron en el apartado correspondiente a costes del producto.

En aquellos casos en que los clientes soporten costes implícitos (típicamente en la operativa sobre instrumentos de renta fija, estructurados o derivados OTC o en el cambio de divisa vinculado a la operativa sobre instrumentos financieros denominados en monedas diferentes al euro), estos deben agregarse en el total de costes y, por tanto, siempre deben comunicarse a los clientes. A estos efectos resulta determinante un correcto cálculo del valor razonable del instrumento financiero siguiendo criterios de general aceptación que no incluya costes operativos, de estructuración, de cobertura o similares.

Para conseguir unos niveles de transparencia y de protección del inversor adecuados, es muy relevante que se facilite esta información a los clientes. Sin embargo, se ha comprobado que numerosas EC (13) y algunas ESI (2) aún no incorporaron algunos de estos costes implícitos en los extractos informativos correspondientes al año 2019. Por ello la CNMV ha requerido a las entidades señaladas para que adopten las medidas de subsanación necesarias y, en todo caso, que en los extractos de gastos correspondientes al ejercicio 2020 que se facilitarán a los clientes a lo largo de 2021, se agreguen estos costes cuando hayan sido soportados por los clientes.

- ii) Nivel de agregación establecido por cada entidad para informar. Notas explicativas que deben facilitarse.



La información debe presentarse agregada, de forma que el cliente pueda comprender, en todo caso, el importe total de los costes soportados en el año sujeto a reporte. El envío de extractos separados para diferentes tipos de instrumentos financieros o la presentación de la información por separado en función del tipo de instrumento del que se trate, sin llegar a totalizar un importe global de costes soportados, dificulta que el cliente quede adecuadamente informado sobre este aspecto y no cumple con la normativa vigente. Se observaron defectos en la totalización en los extractos de ocho EC y dos ESI.

Adicionalmente, a efectos de que los clientes puedan entender adecuadamente la información facilitada, se considera recomendable que se incluyan en el extracto notas explicativas con la descripción de los conceptos de coste agregados en sus diferentes apartados (indicando, por ejemplo, que estos costes incluyen las comisiones por intermediación, las comisiones de custodia, las comisiones de gestión, etc.).

Cuando se presten a un mismo cliente los servicios de gestión de cartera para algunas de sus posiciones y otros servicios como los de intermediación o asesoramiento para otras de ellas, con frecuencia las entidades optan por informar en un extracto de los costes correspondientes a las posiciones gestionadas y en otro separado de los costes correspondientes al resto de posiciones.

Dada la especificidad del servicio de gestión de carteras, este enfoque se considera aceptable siempre que se advierta al cliente, en el extracto correspondiente al resto de posiciones, de que los costes correspondientes a las posiciones gestionadas se comunican por separado.

- iii) Forma en que se presenta el efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad de la inversión.

En cuanto a la información relativa a la ilustración del efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad, la CNMV considera adecuado que se informe de la rentabilidad obtenida, junto con los datos de costes soportados, como vía para que los clientes puedan comparar ambas magnitudes. En general se ha observado que las entidades han optado por esta forma de facilitar la ilustración del efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad que exige la normativa.

Dado que la finalidad de la información relativa a la rentabilidad, en este contexto, es la de permitir su comparación con el total de costes del periodo, es recomendable que se informe de la rentabilidad de toda la cartera, tanto en importe como en porcentaje. En todo caso la información relativa al porcentaje de rentabilidad debe expresarse utilizando una base igual o similar a la empleada al determinar el porcentaje de los costes totales, de forma que la comparación entre ambos resulte coherente.

#### **Aplicación del Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información relativa a sostenibilidad en el sector financiero**

RECUADRO 11

El pasado 10 de marzo de 2021 comenzó a resultar de aplicación el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el

sector de los servicios financieros (en adelante, el reglamento). Este reglamento establece normas armonizadas de transparencia que deberán aplicar los participantes en los mercados financieros. En el ámbito de la CNMV afecta a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) y entidades que presten el servicio de gestión discrecional de carteras, así como a los asesores financieros (entidades que presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión).

Tales normas se refieren a información sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad, transparencia de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad e información en materia de sostenibilidad respecto de los productos financieros. Las obligaciones de transparencia que impone el reglamento afectan a la información contenida en la página web, a la información precontractual —en el caso de las instituciones de inversión colectiva (IIC) y las entidades de capital riesgo (ECR), el folleto— y a los informes periódicos anuales.

De forma muy resumida, las obligaciones de transparencia son las siguientes:

- Información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones: se incluirá en la página web (artículo 3) y en la información precontractual (artículo 6).
- Declaración sobre la política en relación con las incidencias adversas de las decisiones de inversión o de asesoramiento sobre los factores de sostenibilidad: se incluirá en la web (artículo 4) y en la información precontractual (artículo 7).
- Transparencia en la web de las políticas de remuneración en relación con la integración de los riesgos de sostenibilidad (artículo 5).
- Información cuando un producto promocióne características medioambientales o sociales (ASG) —siempre y cuando las empresas en las que se invierta observen buenas prácticas de gobernanza—: se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 8) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC o de fondos de inversión alternativos (AIF por sus siglas en inglés)— (artículo 11).
- Información cuando un producto tenga como objetivo inversiones sostenibles: se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 9) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC o AIF— (artículo 11).

Salvo algunas excepciones contenidas en el artículo 7, así como en el propio artículo 20 (entrada en vigor y aplicación), que pospone al 1 de enero de 2022 la aplicación de la obligación para los informes periódicos, el reglamento es aplicable desde el 10 de marzo de 2021.

A los efectos de especificar los pormenores de la presentación y el contenido de la información, el artículo 4 (transparencia de incidencias adversas en

materia de sostenibilidad en la web), los artículos 8 y 9 (información precontractual) y el artículo 10 (información en la web) prevén que las autoridades europeas de supervisión (AES)— es decir, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en cuestiones relativas a valores, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) para la banca y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) en materia de seguros y fondos de pensiones— elaboren proyectos de normas técnicas de regulación que aún no se han aprobado. A pesar de la ausencia de estos y otros desarrollos normativos, la Comisión Europea ha ratificado la obligación de cumplir desde el 10 de marzo de este año con las obligaciones relativas a información sobre el riesgo de sostenibilidad y los principales aspectos adversos, así como con los principios que establecen los artículos 8 y 9, ya que su aplicación no está condicionada al desarrollo previo de las normas técnicas. Por su parte, las AES publicaron el pasado 4 de febrero el borrador de normas técnicas de regulación e informaron de que han propuesto que su fecha de aplicación sea el 1 de enero de 2022. Además destacaron que tenían previsto emitir una comunicación antes de la fecha de aplicación del reglamento para conseguir una aplicación y supervisión coherentes de este.

Sin perjuicio del contenido de la comunicación que puedan emitir las AES, la CNMV emitió el 18 de febrero un comunicado<sup>1</sup> en el que animó a las entidades a utilizar el tiempo que resta hasta la aplicación de las normas técnicas para prepararse adecuadamente. Asimismo, durante el periodo de aplicación del reglamento sin que resulten exigibles las normas técnicas, indicó que las entidades pueden utilizar como referencia voluntariamente los borradores de tales normas remitidos por las AES a la Comisión Europea.

Considerando lo anterior, las entidades deberán incluir en sus páginas web y en la documentación precontractual correspondiente la información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones y sobre las incidencias adversas de sus decisiones respecto a los factores de sostenibilidad (en este segundo caso, y por lo que respecta a la información precontractual a nivel de producto, el plazo solo es aplicable si no se tienen en cuenta las incidencias adversas, pues en caso contrario la obligación se pospone hasta el 30 de diciembre de 2022 como máximo).

Asimismo, las IIC o carteras gestionadas que, de acuerdo con lo señalado por los artículos 8 y 9, promuevan características medioambientales o sociales (siempre y cuando las empresas en las que se invierta observen buenas prácticas de gobernanza), o tengan como objetivo inversiones sostenibles, deben incluir a partir del 10 de marzo de 2021 en la web y en la documentación contractual la información prevista en el reglamento.

La CNMV ha trasladado a las entidades sujetas la importancia de la adecuada transparencia de la información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros y el correcto cumplimiento de las obligaciones y principios establecidos en el reglamento. Asimismo, de cara a su implementación tiene intención de:

- Buscar una aplicación armonizada a nivel europeo, a cuyos efectos asumirá las pautas que vayan determinando las AES y en particular ESMA.

- Difundir criterios al sector sobre la aplicación del reglamento en ausencia de normas técnicas de desarrollo, a través de la publicación de un documento de preguntas y respuestas sobre las consultas recibidas y su experiencia supervisora.
- Aplicar el principio de proporcionalidad a la hora de supervisar el cumplimiento del reglamento por parte de las entidades obligadas.
- Tener en cuenta, tanto en los procesos de registro de las modificaciones de los folletos de IIC como en las labores de supervisión, la incertidumbre que ha rodeado la fecha de entrada en vigor de las obligaciones establecidas en el reglamento.

En el caso particular de la actualización de los folletos de los fondos de inversión para adaptarlos a las exigencias de los artículos 6 y 7 del reglamento (riesgo de sostenibilidad e incidencias adversas), la CNMV ha desarrollado un procedimiento simplificado para permitir una ágil incorporación de la información a los folletos registrados<sup>2</sup>.

En cuanto a las obligaciones que imponen los artículos 8 y 9 del reglamento, las gestoras deberán revisar los folletos de los fondos inscritos como inversión socialmente sostenible y analizar si la información incluida en estos cumple con las exigencias que establece el reglamento. En este sentido, y teniendo en cuenta las circunstancias antes señaladas, la CNMV considera que, en general y sin perjuicio de la revisión que debe hacer cada entidad gestora, la información contenida en el folleto de estos fondos de acuerdo a los criterios hasta la fecha aplicados en su registro podría resultar suficiente para considerar cumplidas las exigencias del reglamento. No obstante, las gestoras que voluntariamente lo deseen pueden adaptar el contenido del folleto de estas IIC conforme a los borradores de normas técnicas de regulación enviados por las AES a la Comisión Europea. Las gestoras que decidan actualizar estos folletos deberán asimismo seguir el procedimiento simplificado aludido anteriormente.

La CNMV considera esencial la credibilidad de la información relativa a las inversiones sostenibles y la concienciación sobre los riesgos de sostenibilidad, por lo que insta a las distintas entidades afectadas a dotarse de medios y procedimientos adecuados para el correcto cumplimiento de la nueva normativa en este ámbito. Asimismo, a fin de facilitar la consecución de los objetivos perseguidos por el reglamento, la CNMV ofrece su colaboración a los sectores afectados para resolver las dudas que surjan y coordinar su aplicación.

Como complemento al comunicado del 18 de febrero y de acuerdo con lo previsto en su Plan de actividades 2021, la CNMV publicó el 1 de junio de 2021 los criterios interpretativos que guiarán sus actuaciones de autorización y supervisión en la aplicación del citado reglamento.

El documento se publicó en formato de preguntas y respuestas atendiendo a las dudas planteadas por las principales asociaciones sectoriales y ha tenido en cuenta el carácter novedoso del reglamento, así como que gran parte de sus contenidos están pendientes de desarrollo o de aclaración por parte de la

Comisión Europea. Por ello, los criterios recogidos podrán ser objeto de revisión o de ampliación en el futuro a medida que se disponga de más información o se dicten pautas a nivel europeo (por parte de la Comisión o las AES).

Entre los criterios publicados, la CNMV aclara que las IIC que quieran calificarse a partir de ahora como producto financiero ASG, solo podrán incluir en su denominación comercial referencias a elementos ASG si el porcentaje de inversiones que promueven características medioambientales o sociales supera el 50 % de la inversión. En el caso de las comunicaciones comerciales en general de dichos productos (fuera del ámbito de su denominación), se podrán usar referencias a términos ASG siempre que el mensaje publicitario esté alineado con la información del folleto.

Asimismo, el documento recoge criterios sobre la información mínima que debe contener el folleto de las IIC que promuevan características medioambientales o sociales, o una combinación de ellas, o que tengan como objetivo inversiones sostenibles (IIC del artículo 8 o 9 del reglamento, respectivamente), o diversas consideraciones sobre las principales incidencias adversas (PIA) y su impacto material en las inversiones.

1 <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={c5c9ca9b-d492-42ab-9f02-c369d26ec35d}>

2 <http://www.cnmv.es/portal/Gpage.aspx?id=ProcFolletoIIC>

## Evaluación de la conveniencia y la idoneidad

Siguiendo con la línea iniciada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en 2019, la CNMV ha participado, junto con otros supervisores, en una actuación conjunta de supervisión que ha coordinado ESMA y que esta vez se ha centrado en la revisión de los procedimientos de evaluación de la idoneidad que deben implantar las entidades que prestan el servicio de gestión de carteras o de asesoramiento para garantizar que los productos que incorporan en las carteras o recomiendan a sus clientes responden a sus objetivos de inversión y situación financiera, y que el cliente cuenta con conocimientos y experiencia suficientes para entenderlos.

En función de los resultados obtenidos en este tipo de ejercicios, ESMA valora la conveniencia de publicar algún documento con criterios. En el caso de la actuación del año 2019, que se centró en la evaluación de la conveniencia, se han sometido a consulta pública unas directrices y en relación con la actuación de 2020 se podría publicar algún documento de preguntas y respuestas o realizar alguna modificación o complementar las directrices existentes sobre la cuestión.

La elaboración de estas directrices tiene como objetivo asegurar una implementación común por parte de las entidades y una convergencia en el enfoque de supervisión de las autoridades nacionales competentes de la Unión Europea de los requisitos de la normativa MiFID II en relación con la evaluación de la conveniencia.

Las directrices abordan todos los aspectos relevantes en el proceso de evaluación de la conveniencia.

Las directrices desarrollan la forma en que la entidad debe recabar información sobre el cliente, que debe permitirle conocer su experiencia y conocimientos en relación con los servicios y productos concretos que ofrece la entidad. Los criterios incorporados en las directrices están en línea con las conclusiones obtenidas por la CNMV en sus actuaciones de supervisión, que se recogen en el siguiente recuadro. Es destacable el énfasis que ponen en la necesidad de diseñar cuestionarios que permitan a la entidad evaluar si el cliente realmente entiende o no las características y riesgos de los productos que se le ofrecen. Con este objetivo, las entidades deberían adoptar mecanismos que aseguren que los clientes no se autoevalúen y, si hubiera respuestas de autoevaluación, deberían compensarse con criterios objetivos:

- En lugar de preguntar si el cliente entiende la noción del *trade-off* entre rendimiento y riesgo de los tipos específicos de productos, la entidad debería preguntar a los clientes sobre algunos ejemplos prácticos de situaciones que pueden ocurrir.
- En lugar de preguntar si tiene suficiente conocimiento sobre las principales características y riesgos de los tipos específicos de productos, la entidad debería hacer preguntas que permitan evaluar el conocimiento real del cliente, por ejemplo, mediante preguntas de respuestas múltiples.
- En lugar de preguntar si el cliente siente que tiene suficiente experiencia para invertir en determinados productos, la entidad debería, por ejemplo, preguntar con qué tipos de productos específicos está familiarizado y cómo de reciente y frecuente es su experiencia inversora en dichos productos.

La extensión y profundidad de la información a recabar de los clientes podrá variar y ser proporcional a la complejidad y riesgo de los distintos productos y servicios.

Adicionalmente, las directrices indican que las entidades deben establecer procedimientos para asegurar razonablemente que la información de sus clientes es fiable y coherente y deberían considerarla como un todo, de forma que puedan detectar incongruencias o incoherencias en la información recabada. La información debe estar asimismo actualizada.

Las directrices tratan además otros aspectos relevantes del proceso de evaluación de la conveniencia relativos a la necesidad de informar al cliente del propósito de la evaluación, el conocimiento de los productos por parte de la entidad, la forma de evaluar la conveniencia de una inversión utilizando toda la información relevante de los clientes y los productos, o la forma de emitir advertencias de forma efectiva, así como otros requisitos derivados de los anteriores tales como: la cualificación del personal que lleva a cabo el proceso de evaluación, las obligaciones de registro de todo el proceso de evaluación o los controles que deben implementar las entidades para verificar que los sistemas y procesos diseñados cumplen los requisitos de evaluación de la conveniencia.

A raíz de estas actuaciones y considerando la experiencia supervisora de la CNMV, así como los cambios introducidos por MiFID II, se actualizará la guía publicada por la CNMV sobre la evaluación de la conveniencia y la idoneidad (véase el siguiente recuadro).

En los últimos años la CNMV ha destacado en sus actuaciones de supervisión la importancia que tiene que las entidades se aseguren de que la información que emplean para evaluar la conveniencia de las operaciones de su clientela minorista, especialmente cuando estas se refieran a instrumentos complejos, resulte adecuada, coherente y exacta y que esté actualizada.

Igualmente, se ha destacado la importancia de que, en la valoración de la información obtenida de los clientes, se empleen criterios prudentes, que eviten sobrevalorar los conocimientos y experiencia de estos, en particular su nivel real de cultura financiera.

En los últimos años se han realizado actuaciones de supervisión con el objetivo específico de analizar la calidad y coherencia de la información sobre los conocimientos y experiencia inversora de los clientes de la que disponen las entidades y que emplean al evaluar la conveniencia o idoneidad.

La CNMV también ha participado, junto con otros supervisores europeos, en la actuación conjunta coordinada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) dedicada a la evaluación de la conveniencia. Las conclusiones de esta revisión, junto con otras fuentes de datos, han sido empleadas por ESMA para elaborar las nuevas directrices sobre esta materia, que actualmente se encuentran en fase de consulta pública<sup>1</sup>.

### **Experiencia supervisora**

Algunos de los aspectos que pueden destacarse de los resultados obtenidos en las actuaciones de supervisión realizadas y que deberían tener en cuenta las entidades son los siguientes:

La información obtenida de los clientes debe considerarse globalmente, de forma que el resultado de la evaluación resulte coherente y pondere con prudencia el nivel real de conocimientos financieros del cliente.

Por ejemplo, en instrumentos con elevada complejidad, si los propios clientes manifiestan que su nivel general de conocimientos financieros no es elevado o expresan dudas respecto a su adecuada comprensión de características o riesgos clave de los productos, no resultaría adecuado ni prudente presumir la conveniencia, aun cuando el cliente pueda contar con un nivel de formación académica elevado o con experiencia inversora previa en instrumentos similares.

También se han identificado deficiencias en la evaluación global cuando los clientes manifiestan un elevado nivel de conocimientos financieros o de familiaridad con instrumentos de elevada complejidad y ello es poco coherente con su nivel de formación académica relativamente bajo, sobre todo si el cliente reconoce carecer de experiencia inversora en instrumentos financieros con ese grado de complejidad. En estas situaciones conviene prevenir el riesgo de sobrevalorar el nivel real de conocimientos financieros del cliente y debería

contrastarse su respuesta para asegurarse de que cuenta con conocimientos suficientes, antes de asignar un resultado de conveniente a la operación.

Los mecanismos empleados para obtener la información relacionada con el nivel de conocimientos financieros o familiaridad del cliente sobre las características y riesgos de los instrumentos financieros deben ser siempre robustos y estar orientados a prevenir el riesgo de sobrevalorar su nivel real de cultura financiera.

Por ejemplo, en el caso de instrumentos de elevada complejidad, se ha observado que resulta poco recomendable realizar preguntas cerradas respecto a una determinada característica o riesgo del instrumento, en las que resulta fácil para el inversor suponer la respuesta correcta a la cuestión planteada, o en la que dicha respuesta se facilita en la propia pregunta, especialmente cuando se pide a los clientes respuestas de tipo binario, normalmente SÍ/NO (por ejemplo, preguntas del tipo: «¿Entiende usted que este producto podría conllevar la pérdida de parte de la inversión?». A lo que se responde SÍ/NO). La experiencia supervisora indica que estos planteamientos no son aconsejables, ya que, con frecuencia, no permiten una evaluación adecuada del nivel real de conocimientos financieros de los clientes puesto que este puede no prestar una adecuada atención al responder o desear aparentar una cultura financiera elevada que en realidad no posee, de forma que se incrementan los riesgos de sobrevalorar su nivel real conocimientos financieros.

Es necesario que la evaluación se realice mediante preguntas referidas a los riesgos y características clave de los instrumentos, de forma que se presenten a los clientes opciones abiertas de respuesta en escalado (desde el desconocimiento de los riesgos a su total comprensión), y que el cliente pueda elegir libremente su nivel orientativo de conocimientos financieros relacionados con el producto analizado, en particular, cuando estos tengan una elevada complejidad. Igualmente, las preguntas no deberían ser cerradas, de manera que no pueda intuirse fácilmente la respuesta correcta simplemente por la forma en que se ha planteado la pregunta.

En todo caso, tratándose de instrumentos con un cierto nivel de complejidad, no debería presumirse la conveniencia sin haber confirmado antes que el cliente cuenta con un nivel de conocimientos financieros adecuado para ello (es decir, siempre debería preguntársele por este aspecto, considerando lo indicado previamente), y ello con independencia de que el cliente pueda contar con experiencia inversora previa.

Aunque las evaluaciones de conveniencia e idoneidad han de realizarse caso por caso, las entidades deben adoptar medidas y realizar actuaciones razonables para procurar que la información recogida sobre los clientes sea fiable en términos generales. A este respecto, resulta de interés analizar si se dan situaciones *a priori* atípicas, que cabría esperar que no se presentasen o que solo lo hicieran de un modo meramente ocasional o aislado. Las entidades deben evaluar periódicamente, de forma crítica, la razonabilidad global de la información empleada al evaluar la conveniencia, considerando, al menos: i) si resultan razonables los datos globales sobre el grado de formación académica de la clientela minorista en su conjunto, teniendo en cuenta sus



características sociológicas; ii) si son razonables los datos globales correspondientes a clientes con un elevado grado de conocimientos financieros, en particular cuando se trate de colectivos de clientes que no dispongan de experiencia profesional o inversora previa o que no cuenten con un nivel de formación académica congruente con esos elevados conocimientos financieros, o iii) si resulta razonable el dato global de clientes minoristas que declaran tener experiencia inversora previa en instrumentos complejos infrecuentemente distribuidos al público minorista, en particular cuando la experiencia manifestada por estos clientes no se corresponda con su operativa en la entidad.

Estas revisiones periódicas y globales deberían tener por objetivo identificar colectivos de clientes en los que la información disponible puede no reflejar adecuadamente su nivel general de formación académica, de conocimientos financieros o de experiencia, y ello con independencia de que dichos datos se desprendan de los cuestionarios de conveniencia o idoneidad formalizados.

Considerando todo ello, resulta necesario realizar una revisión de la guía pública de actuación de la CNMV para el análisis de la conveniencia, ya que algunos de sus contenidos han podido quedar desactualizados. Por ello, uno de los objetivos del Plan de actividades de la CNMV del año 2021 es el de elaborar una guía técnica para la evaluación de la conveniencia. En dicha guía técnica se concretarán los criterios que la CNMV considera que deben tenerse en cuenta al evaluar la conveniencia, de forma que se obtengan resultados prudentes, coherentes y robustos.

1 ESMA publicó el 29 de enero el *Consultation paper on the Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements*, que estará en fase de consulta hasta el 29 de abril de 2021.

## Otras actuaciones

### *Análisis del informe anual de las unidades de cumplimiento normativo*

La CNMV también ha llevado a cabo otras actuaciones relacionadas con el cumplimiento de las normas de conducta y los requisitos organizativos, entre las que cabe destacar la revisión horizontal iniciada en 2019, centrada en el análisis del informe anual de las unidades de cumplimiento normativo. Como parte integrante de la revisión, se analizó particularmente la supervisión realizada por parte de estas unidades del grado de cumplimiento de los requisitos de formación y experiencia del personal comercial. Este aspecto generalmente se analiza en el informe de cumplimiento normativo en mayor o menor medida, pero no siempre con el alcance o la profundidad que sería deseable, que, en todo caso, debería incluir una evaluación global de si el personal que informa o asesora cuenta con la formación y experiencia adecuadas para ello. Adicionalmente, estos informes no siempre incluyen un apartado específico que permita un adecuado seguimiento de las medidas propuestas para la resolución de las incidencias detectadas en comprobaciones previas ni de su efectivo grado de implementación.

En relación con la supervisión del grado de cumplimiento de los requisitos de formación y experiencia del personal comercial, la CNMV concluyó en 2020 una revisión

iniciada en 2019 de las entidades incluidas en la lista de la CNMV emisoras de títulos o certificados que acreditan cualificación para informar o asesorar. El objetivo fundamental ha sido verificar que las entidades analizadas han cumplido con los contenidos de la guía técnica y con las condiciones para la inclusión en la lista de la CNMV de títulos o certificados que acreditan para informar o asesorar.

El análisis se realizó sobre una muestra amplia, integrada por 34 títulos emitidos por 10 entidades certificadoras (excluidas las universidades), lo que suponía a la fecha de selección de la muestra el 48 % de la población de entidades y el 68 % de la población de títulos, y se ha centrado en 3 aspectos fundamentales:

- i) El cumplimiento por parte de las entidades de las condiciones exigidas en la expedición de títulos o certificados: independencia de las actividades de evaluación y de formación, integridad del proceso de evaluación y conflictos de interés.
- ii) Ausencia de convalidaciones de títulos emitidos por las entidades con anterioridad a la fecha de su incorporación a la lista de la CNMV.
- iii) Análisis estadístico de los datos facilitados sobre evaluaciones realizadas.

De acuerdo con la información recabada de las entidades certificadoras, en el periodo analizado (desde su inscripción hasta el inicio del trabajo de revisión, en octubre de 2019), fueron examinados un total de 79.159 alumnos, el 84,7 % de los cuales optó por títulos que acreditaban para asesorar (con un porcentaje de aprobados del 69,3 %), frente al 15,3 % restante, que optó por titulaciones que acreditaban para informar (con un porcentaje de aprobados que, en este caso, se eleva al 83,4 %).

Como consecuencia de la revisión, se ha detectado un número reducido de entidades con incidencias, al haber realizado convalidaciones de títulos emitidos con anterioridad a su incorporación a la lista de la CNMV o por haber efectuado puntualmente pruebas de evaluación no presenciales. Se ha requerido a las entidades certificadoras afectadas para que adopten las medidas adecuadas para que estas incidencias no se repitan, con advertencia expresa de que, en caso contrario, los títulos correspondientes podrían ser excluidos de la lista oficial.

En relación con la realización de pruebas no presenciales, la situación derivada de la pandemia provocada por el COVID-19, posterior a la fecha de referencia de la revisión, determinó la imposibilidad de realizar pruebas presenciales, sin que entonces existiese certeza sobre el momento en que tales pruebas se podrían realizar. Por ello, y ante la solicitud recibida de varios emisores de títulos, la CNMV aceptó de manera excepcional la realización de pruebas no presenciales, siempre que las entidades dispusieran de procedimientos de evaluación a distancia que garantizaran la fiabilidad de la prueba de evaluación. A tal efecto, la CNMV publicó un comunicado el 13 de abril de 2020, en el que se relacionaban los requisitos que las evaluaciones a distancia debían cumplir y se instaba a que las entidades que desearan acogerse a esta modalidad lo comunicasen a la CNMV.

Para contemplar de modo permanente la posibilidad de que los procedimientos de evaluación que las entidades llevan a cabo prevean, si así lo desean, la realización de pruebas no presenciales, la CNMV aprobó el 3 de diciembre de 2020 una modificación de la Guía técnica 4/2017, en la que se precisan las condiciones que los

procesos de evaluación han de cumplir para garantizar la plena fiabilidad de la prueba de evaluación:

- Deberán contemplar la identificación visual del alumno, mediante el uso de sistemas de imagen que lo permitan, realizándose una verificación de su identidad con el DNI o documento equivalente.
- Deberán permitir el control durante el examen de manera equivalente al control presencial (con imagen y sonido activos durante toda la prueba), de forma que se garantice la calidad del proceso de evaluación, impidiendo que la persona evaluada reciba ayuda de terceros o consulte material que no forme parte del examen.
- Deberán permitir la conservación de documentación acreditativa de las pruebas realizadas y de los controles relativos a la identificación y desarrollo de todo el proceso de evaluación de manera fácilmente identificable, durante un periodo de tiempo de, al menos, tres años, a contar desde la fecha de realización del correspondiente examen.

### **Derivados**

En 2020 se ha finalizado una actuación horizontal centrada en la verificación de los requisitos aplicados para la consideración de determinados derivados sobre divisa como medios de pago y no como instrumentos financieros, que por tanto quedan exentos de la aplicación de la normativa MiFID. La CNMV ha emitido una guía técnica al respecto, en la que se recogen los criterios que considera adecuados sobre esta materia.

### **Entidades de la Unión Europea en régimen de libre prestación de servicios en España**

Durante 2020 se ha continuado con el trabajo de 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 este ejercicio el trabajo se ha centrado de manera prioritaria en la actividad publicitaria desarrollada por estas entidades.

### **Requisitos prudenciales**

La supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión se realiza a través del análisis de su situación económico-financiera y su viabilidad patrimonial y 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). 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 han continuado aplicando los procedimientos y las metodologías comunes para el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES). De estos análisis, con carácter general, no se presentan situaciones de riesgo relevante.

En marzo de 2020 el Consejo de la CNMV acordó la intervención de Esfera Capital, AV, S. A., como consecuencia de las elevadas pérdidas producidas en la operativa con derivados de sus clientes, a las que la entidad no pudo hacer frente. La entidad tenía un saldo negativo por importe de 6 millones de euros que fue cubierto con el disponible en la cuenta global por cuenta de otros clientes. Entre los trabajos de intervención destacaron el traspaso de instrumentos financieros propiedad de clientes, así como de la parte proporcional de liquidez de la que disponía la entidad. Ambos trabajos finalizaron en mayo, momento a partir del cual el FOGAIN comenzó a indemnizar a los clientes por la parte de efectivo no reembolsado por la entidad. Al cierre del ejercicio 2020 el FOGAIN había restituido 5 de los 6 millones estimados inicialmente.

En 2020 se ha continuado 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 ha seguido revisando el perfil de riesgo de todas las entidades, comunicando al Fondo de Reestructuración Ordenada 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.

## 6.2 Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado

La supervisión de instituciones de inversión colectiva (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 forma apropiada y que los partícipes y accionistas reciben información suficiente sobre sus inversiones.

### Guía técnica 3/2020 sobre asesores no profesionales de instituciones de inversión colectiva

RECUADRO 13

La CNMV aprobó el 3 de diciembre de 2020, tras someterla a consulta pública, la Guía técnica 3/2020 sobre asesores no profesionales de instituciones de

inversión colectiva (IIC), dando cumplimiento a uno de los compromisos asumidos en el Plan de actividades para el ejercicio 2020.

La guía técnica recoge criterios que la CNMV considera deben aplicarse y que sigue al ejercer sus actividades de supervisión en relación con los requisitos para la actuación de personas o entidades no habilitadas para operar como asesores de inversión de IIC, así como sobre las obligaciones al respecto de la sociedad gestora o sociedad de inversión autogestionada.

En este sentido, la CNMV ha admitido que las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) puedan recibir asesoramiento por parte de personas físicas o jurídicas no autorizadas para prestar en España, con carácter profesional o habitual, la actividad de asesoramiento en materia de inversión, siempre y cuando realizaran la actividad de forma puntual, exclusiva y no profesional (tal como se define en la normativa del mercado de valores), cumpliendo para ello determinados requisitos.

Dado que el Reglamento de IIC aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, exige que el folleto de las IIC contenga información sobre los asesores, las SGIIC han venido incluyendo en dichos folletos, en su caso, una mención tanto a las entidades o personas habilitadas para la prestación, con carácter profesional o habitual, del servicio de asesoramiento en materia de inversión como a aquellas entidades o personas no habilitadas, advirtiéndolo en este último caso de que el asesor no está habilitado para asesorar con habitualidad y, por ello, no es objeto de autorización ni está supervisado.

En los últimos años se ha producido un importante aumento del número de asesores no habilitados para realizar la actividad de asesoramiento, en particular en fondos, compartimentos de fondos y sociedades de inversión de capital variable (SICAV), lo cual ha hecho aconsejable que se establecieran y difundieran públicamente algunos criterios a tener en cuenta, tanto en relación con los asesores no habilitados como con las sociedades gestoras (en lo que se refiere a estas, acerca de las actuaciones previas y los controles posteriores que han de realizar sobre el desarrollo de su función por parte de los asesores).

La Guía técnica 3/2020 recoge estos criterios, entre los que cabe destacar:

- Comprobación de que el asesor cuenta con la debida honorabilidad, con conocimientos y experiencia adecuados en materia de inversión, y con los medios técnicos necesarios para el correcto desempeño de su actividad.
- Establecimiento de procedimientos de control sobre la actividad de los asesores, encaminados a prevenir y gestionar los posibles conflictos de interés, así como a garantizar que las recomendaciones del asesor que se ejecuten cumplen la normativa vigente, la política establecida en el folleto de la IIC y los límites de riesgos aprobados por el consejo de administración de la SGIIC o SICAV autogestionada.
- Formalización de la relación con el asesor en un contrato documentado por escrito y adecuada acreditación documental de todos los aspectos exigidos por la guía técnica.

Al establecer criterios en este ámbito se ha tenido en cuenta que las sociedades gestoras mantienen en todo caso la responsabilidad por el seguimiento, en su caso, de las recomendaciones de las entidades que las asesoren, pues son entidades reguladas que realizan con carácter profesional la gestión de inversiones; esto es, tienen experiencia, conocimientos y cualificación para valorar las decisiones de inversión y los riesgos inherentes.

En cualquier caso, las dos modalidades de supervisión de vehículos y sus gestoras que realiza la CNMV han continuado siendo 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.

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 2020 en el ámbito de las IIC:

- Control de la 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, de comparativa de precios y de operativa generadora de posibles conflictos de interés: 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, y de operaciones sobre activos (primordialmente de renta fija) en las que pudieran surgir situaciones de conflictos de interés, por ejemplo, por las vinculaciones entre la gestora y el emisor o colocador del activo.

Estos análisis permiten detectar incidencias y deficiencias en los procedimientos de valoración de activos, contabilización errónea de operaciones y de imputación de gastos y comisiones, deficiencias en los controles implementados por las gestoras y conflictos de interés que pudieran poner de manifiesto actuaciones no realizadas en interés exclusivo de las IIC y potencialmente generadoras de perjuicios a los partícipes.

- Análisis de auditorías de las 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 2020 no se han detectado incidencias relevantes en las auditorías de las IIC, ya que solo en una de ellas ha habido una salvedad, respecto a la cual se solicitó la información correspondiente.

Por otra parte, como consecuencia de los problemas de liquidez en los mercados de renta fija a raíz del COVID-19, se ha llevado a cabo una monitorización diaria de suscripciones y reembolsos experimentados por las IIC. En aquellos casos en que se identificaban movimientos relevantes, se realizaba un análisis de las carteras y de las operaciones realizadas, con el objetivo de verificar que no se llevaban a cabo ventas forzadas de activos y que se estaba cumpliendo adecuadamente con el principio de equidad entre inversores (a través de lo que se conoce como *slicing approach* o venta proporcional de la cartera líquida e ilíquida para atender reembolsos). Adicionalmente, cabe destacar las actuaciones de seguimiento sobre los procedimientos de valoración implementados por las gestoras, en concreto, aquellos que tuvieran en cuenta la situación de suscripción/reembolso neto de la IIC y que, por tanto, estuvieran aplicando valoraciones a precios de compra/venta sobre los activos, o la realización de ajustes en el valor liquidativo (a través del mecanismo conocido como *swing pricing*). Por último, se intensificaron las revisiones de las valoraciones en aquellos activos que presentaban menores niveles de liquidez.

El objetivo de estos análisis de supervisión es garantizar que las entidades lleven a cabo una adecuada gestión de la liquidez en la que se respete el principio de equidad, que se apliquen procedimientos de valoración que tengan en cuenta la situación de suscripciones y reembolsos netos de la institución, y que se eviten las ventas forzadas o aceleradas de activos a precios significativamente inferiores a los que estaban siendo valorados previamente, utilizándose para ello, en su caso, las 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). Asimismo, conviene destacar que estas tareas supervisoras se vieron complementadas con otras realizadas dentro de una actuación de supervisión coordinada por ESMA (denominada *Common Supervisory Action* o CSA) sobre la gestión del riesgo de liquidez de las UCITS (véase recuadro 14).

#### Supervisión a nivel nacional y europeo sobre la gestión de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva durante la crisis del COVID-19

RECUADRO 14

A partir de la información reservada que las entidades gestoras remiten mensualmente, la CNMV ha llevado a cabo, con carácter recurrente, análisis de supervisión 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 detectar potenciales 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 instituciones de inversión colectiva (IIC),

lo que permite identificar aquellas que podrían presentar exposiciones relevantes en inversiones con los niveles más reducidos.

El objetivo de estos análisis de supervisión es garantizar que las entidades lleven a cabo una adecuada gestión de la liquidez en la que se respete el principio de equidad entre inversores (a través de lo que se conoce como *slicing approach* o venta proporcional de la cartera líquida e ilíquida para atender reembolsos), que se apliquen procedimientos de valoración que tengan en cuenta la situación de suscripciones y reembolsos netos de la institución, y que se eviten situaciones de ventas forzadas o aceleradas de activos a precios significativamente inferiores a los que estaban siendo valorados previamente.

Estas labores de supervisión se vieron reforzadas durante todo 2020, destacando en primer lugar la monitorización diaria de suscripciones y reembolsos experimentados por las IIC. En aquellos casos en los que se identificaban movimientos relevantes, se realizaba un análisis de las carteras y de las operaciones realizadas, con el objetivo de verificar que no se llevaban a cabo ventas forzadas de activos y que se estaba cumpliendo adecuadamente con el principio del *slicing approach*. Adicionalmente, cabe destacar las actuaciones de seguimiento sobre los procedimientos de valoración implementados por las gestoras, en concreto: que tuvieran en cuenta la situación de suscripción/reembolso neto de la IIC y, por tanto, que estuvieran aplicando valoraciones a precios de compra/venta sobre los activos, o la realización de ajustes en el valor liquidativo (a través del mecanismo conocido como *swing pricing*). Por último, se intensificaron las revisiones de las valoraciones en aquellos activos que presentaban menores niveles de liquidez.

Dichas labores supervisoras fueron acompañadas también de la emisión de comunicados al sector y de cambios regulatorios. En concreto, en el mes de marzo (que fue el momento más agudo de la crisis) se remitió un comunicado a todas las entidades, en el que se recordaba la importancia de realizar un refuerzo de los controles de liquidez y valoración, y de adoptar medidas para evitar conflictos de interés entre inversores a través del cumplimiento del principio del *slicing approach* y aplicando procedimientos adecuados de valoración (por medio de los mecanismos señalados en el párrafo anterior). Adicionalmente, en el mes de mayo se aprobó una modificación de la Ley de IIC para que las gestoras pudieran solicitar (por motivos de estabilidad) autorización a la CNMV para la aplicación de plazos de preaviso sin tener que cumplir con los requisitos establecidos en la normativa (dichos requisitos son: que el folleto del fondo lo establezca expresamente, que se trate de peticiones de reembolsos superiores a los 300.000 euros y que no se superen los 10 días de plazo).

Por otra parte, conviene destacar las tareas realizadas en el contexto de una actuación de supervisión coordinada por ESMA (denominada *Common Supervisory Action* o CSA) sobre la gestión del riesgo de liquidez de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). Dicha actuación se desarrolló durante todo 2020 en dos fases: una primera, en la que los países miembros debían recabar de las gestoras información detallada de sus UCITS, con el objetivo de realizar posteriormente en una segunda fase una selección de aquellas gestoras y fondos UCITS que, por sus características e inversiones realizadas, podrían presentar un mayor riesgo de liquidez y sobre las que se



debía llevar a cabo un análisis exhaustivo de la gestión y de los procedimientos implementados para el control de la liquidez.

Para la primera fase, ESMA requirió una cobertura mínima del 80 % de gestoras registradas en cada país miembro (que en el caso de España fue del 100 % gracias a la monitorización recurrente de las carteras mencionada anteriormente), y para la segunda fase la cobertura debía ser al menos del 20 % de las gestoras con un patrimonio bajo gestión superior al 50 % del total de UCITS (en el caso de España, se realizó sobre el 28 % de gestoras autorizadas, con un patrimonio bajo gestión del 72,35 %).

De todas estas actuaciones supervisoras realizadas durante 2020 se ha podido concluir, en primer lugar, que las gestoras españolas realizan una gestión prudente, manteniendo porcentajes significativos del patrimonio en activos de elevada liquidez. En segundo lugar, en el caso de fondos que invierten mayoritariamente en renta fija corporativa o financiera, sus carteras presentan unos elevados niveles de diversificación, lo que facilita también la gestión de la liquidez, y en su mayoría los emisores son compañías de tamaño medio/alto, siendo reducida la exposición a la deuda de alto rendimiento (o *high yield*).

También cabe señalar que desde el comienzo de la crisis la mayoría de las gestoras fueron anticipando medidas para evitar la generación de conflictos de interés por problemas de liquidez, entre otras: incremento de los niveles de liquidez (para anticipar situaciones de reembolsos significativos); refuerzo de sus controles de valoración y liquidez (a través de un seguimiento de la evolución de diferenciales de compra/venta y análisis de representatividad de los precios contribuidos en el mercado), y monitorización de la evolución de los reembolsos, procediendo, en su caso, a aplicar plazos de preaviso y a valorar los activos a precios de venta o utilizar mecanismos de *swing pricing*.

Por todo ello no se ha detectado durante la presente crisis ninguna incidencia de especial relevancia que haya supuesto la generación de conflictos de interés ni perjuicios a los partícipes. Sin embargo, sí se habrían puesto de manifiesto deficiencias puntuales en los procedimientos y controles implementados por algunas entidades, relacionados, por ejemplo, con la definición de los criterios para la aplicación de precios de compra/venta o *swing pricing*, con las metodologías para la estimación de los niveles de liquidez de los activos o con la ausencia de pruebas retrospectivas (*backtesting*). Actualmente, todas estas deficiencias han sido regularizadas.

Junto con los citados análisis específicos de carácter general, se han realizado otros por cuestiones concretas presentes en una única entidad, tales como análisis de valoración, de inversiones en liquidez o en activos no aptos, de conflictos de interés, etc.

Con respecto a los vehículos de inversión de tipo cerrado, se realizan análisis en la supervisión a distancia que abarcan, dentro del total de los vehículos de inversión de tipo cerrado, distintos ámbitos en función de las obligaciones legales a las que están sometidos.

Por ejemplo, se han analizado los informes de auditoría recibidos, así como los informes especiales contemplados en la norma 20.<sup>a</sup> 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 aquellas 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 ha analizado el cumplimiento tanto del coeficiente obligatorio de inversión como del coeficiente de diversificación. De este análisis quedan excluidas las sociedades gestoras de IIC (SICC) y los fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC), al no estar obligados a dichos coeficientes.

En el ejercicio 2020, como resultado de todas las actuaciones desarrolladas en este ámbito, se enviaron 972 escritos a las entidades supervisadas.

Del total de escritos, 365 correspondían a requerimientos por información presentada fuera de plazo, en su mayor parte informes de auditoría de vehículos.

Por su parte, se enviaron 116 escritos solicitando información necesaria para la supervisión (distinta de la disponible con carácter general) a las entidades sujetas.

También se remitieron 369 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 122 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 2020 CUADRO 6.2.1

Tipo de requerimiento	A distancia	<i>In situ</i>	Total
Por información fuera de plazo	365	0	365
Solicitud de información	77	39	116
Medidas correctoras o recomendaciones	330	39	369
Otras comunicaciones	70	52	122
<b>Total</b>	<b>842</b>	<b>130</b>	<b>972</b>

Fuente: CNMV.

#### Otras actuaciones

También cabe señalar la realización de un análisis de la publicidad e información que las gestoras y comercializadores incluyen en su página web sobre las IIC armonizadas y no armonizadas, y que ha sido desarrollado a través de un proceso automatizado (desarrollo en lenguaje Python) de *web scraping* (o «raspado de web»). Esta actuación se desarrolló dentro del Plan de actividades 2020 de la CNMV y se describe en el siguiente recuadro.

En primer lugar, cabría recordar la normativa que regula la puesta a disposición de los partícipes de información y la publicidad de los productos de inversión, en concreto, el artículo 18 de la Ley de IIC (LIIC), la Orden EHA/1717/2010 de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión y el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 (que es de aplicación directa). También, en el ámbito de las IIC, cabría destacar el Comunicado de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de noviembre de 2015, sobre el contenido y formato de la información publicitaria en las páginas web de entidades gestoras y comercializadoras.

#### Revisión automatizada de la publicidad e información difundida en las webs de las sociedades gestoras de IIC y entidades comercializadoras de IIC RECUADRO 15

El análisis consistió en una extracción masiva de datos de las páginas web de más de 200 entidades, procediéndose a realizar una revisión automatizada de los requisitos establecidos por la normativa, utilizando para ello el lenguaje de programación Python, que incorpora librerías con algoritmos de *machine learning*.

A través de estos desarrollos se implementaron controles que posibilitaron una supervisión altamente automatizada, permitiendo centrar la intervención humana en las cuestiones de criterio, y que se enfocó a: i) comprobar la puesta a disposición en la página web de la gestora de la última versión del folleto, del documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) y de la información pública periódica (IPP); ii) analizar la publicidad a través de la búsqueda de expresiones o elementos que pudieran destacar los beneficios o las rentabilidades que se pudieran alcanzar sin advertencia alguna de los riesgos, o de información que pudiera resultar engañosa o que no se basara en datos objetivos, o iii) verificar que se estuvieran aportando los datos de rentabilidades legalmente requeridos, en concreto, la anual de los últimos cinco años, y que junto con dicha información, figurara la advertencia de «rendimientos pasados no son un indicador fiable de resultados futuros», con un tamaño de fuente igual al del resto de la información ofrecida.

La realización de este análisis permitió detectar incidencias de las que una cuarta parte estaría relacionada con la puesta a disposición de los inversores de la última versión de la información pública legalmente requerida (folleto, DFI o IPP, según el caso).

Otro 30 % de las incidencias correspondería a la identificación de mensajes o expresiones en los que: i) se destacaba la aplicación de comisiones más bajas que las de mercado o la obtención de las mejores rentabilidades (sin que en ninguno de estos casos se aportaran datos o fuentes que permitieran acreditarlo de manera objetiva); ii) se incorporaban términos poco claros (por ejemplo, incluir el término de *rentabilidad garantizada* cuando en sentido estricto no se trata de un fondo garantizado), o iii) se destacaban aspectos positivos o ventajas (empleando en algunos casos expresiones maximalistas), sin incluir ningún tipo de advertencia sobre los riesgos.

Por último, el 45 % de incidencias restante estaba relacionado con la información de las rentabilidades, en concreto: i) que no se aportaban los datos de

rentabilidades legalmente requeridos (las anuales de los últimos cinco años); ii) que los datos legalmente requeridos figuraban en otros apartados de la página web que eran menos visibles respecto a otros datos de rentabilidades (como serían, por ejemplo, la del año en curso o las acumuladas), o iii) que o bien no se estaba incluyendo la advertencia requerida por la normativa («rendimientos pasados no son un indicador fiable de resultados futuros»), o bien se aportaba pero con un tamaño de letra significativamente inferior al del resto de información ofrecida.

Finalmente, conviene señalar que todas las entidades se han comprometido a ir realizando las necesarias modificaciones en sus respectivas páginas web para regularizar todas estas incidencias.

Ante la eficacia conseguida mediante esta revisión automatizada, a lo largo de 2021 se continuarán las tareas de supervisión en este ámbito, extendiéndose también a la publicidad que pudiera existir sobre entidades de capital riesgo y de otras instituciones de inversión de carácter cerrado que pudieran estar siendo objeto de comercialización entre inversores minoristas.

### 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.

Uno de los factores que más influyen en la solvencia de las gestoras son los resultados obtenidos; por ello, el análisis de las pérdidas es fundamental a la hora de prevenir situaciones de déficit futuras. La ralentización de la economía provocada por la crisis sanitaria ha tenido diferente impacto según el tipo de gestora.

En el caso de las SGIIC, cuyo patrimonio gestionado se encuentra mayoritariamente en fondos de inversión, distribuidos sobre todo en clientes minoristas, el impacto ha sido mayor. El número de entidades con pérdidas ha crecido, en junio de 2020, un 68 % respecto a diciembre de 2019, al pasar de 22 a 37 gestoras y acumular pérdidas un 53 % superiores. Sin embargo, el resultado global del sector tiene un descenso menor, ya que alcanzó los 315 millones de euros en junio de 2020, un 10 % menos que en diciembre de 2019 en términos anualizados.

El incremento de las pérdidas y la disminución del beneficio global se produce por dos factores. En primer lugar, por la reducción de la actividad, que ha supuesto un descenso del patrimonio gestionado del 3,8 %, alcanzando en junio de 2020 los 493.000 millones de euros y, en segundo lugar, por la caída de las comisiones de éxito cobradas por las gestoras.

En el caso de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), cuyo patrimonio gestionado está distribuido principalmente entre inversores profesionales y en las que las inversiones realizadas son a plazos más largos y de carácter más ilíquido, los resultados dependen del número de desinversiones que se producen en el sector y del resultado de estas. En el primer semestre

de 2020 tanto el número de entidades con pérdidas como su volumen han disminuido respecto al cierre de 2019. El resultado global del sector alcanzó los 47 millones, un 27 % superior al del cierre de 2019.

Sin embargo, con los últimos datos disponibles (del primer semestre de 2020), cabe señalar que el conjunto de las gestoras tiene una situación de superávit alta. En el caso de las SGIIC, los recursos computables alcanzan los 768 millones de euros (5,9 veces los recursos exigibles). En las SGEIC, sus recursos computables son de 136 millones de euros (3 veces los recursos exigibles). Por último, las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), cuyos datos disponibles son del cierre del ejercicio 2019, suponen un caso diferente, al alcanzar casi todas ellas el máximo contemplado en la ley de recursos exigibles y adaptar los recursos computables a dicho máximo, por lo que el superávit del sector es muy escaso.

Respecto a los patrimonios gestionados, en el caso de las SGIIC, como ya se ha comentado, se ha producido una reducción del 3,8 % respecto al cierre de 2019. Las SGEIC acumulan aumentos del patrimonio gestionado: un 18 % en 2019 respecto a 2018 y un 9 % adicional en el primer semestre de 2020, mientras que para las SGFT el patrimonio total gestionado disminuye más de un 6 %.

Las tareas recurrentes que realiza la CNMV se centran en los análisis de la información reservada recibida con carácter semestral, que permiten 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 (véase el siguiente subepígrafe).

Conviene destacar que, en relación con la recepción de auditorías de las SGEIC, SGIIC y SGFT, dado el estado de alarma declarado en España por la crisis del COVID-19, se prorrogaron los plazos legales de remisión de las auditorías: 30 de abril para SGIIC y 30 de junio para SGEIC y SGFT. De acuerdo con esta prórroga, se estableció una moratoria de tres meses para formular las cuentas anuales comenzando a contarse desde el 1 de junio y quedando fijado el plazo para su aprobación por las juntas generales de accionistas el 31 de octubre. Este hecho ha retrasado los análisis realizados sobre las cuentas anuales auditadas hasta el último trimestre de 2020.

Cabe señalar que 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 unos recursos propios muy escasos y en ocasiones deficitarios.

### Informes de auditoría interna de sociedades gestoras de IIC correspondientes al ejercicio 2019

La Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) establece en su norma 6.<sup>a</sup>, sobre auditoría interna, y en su apartado 2 que: «[...] la función de auditoría interna deberá elaborar un informe sobre el resultado de sus actividades, que será remitido al consejo de administración de la SGIIC o sociedad de inversión, y enviado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores [...] dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio».

Dado que dicha Circular 6/2009 no establece un modelo normalizado, en diciembre del año 2012 se envió a todas las SGIIC un escrito expresando el contenido mínimo que deben tener los informes de auditoría interna en lo relativo a datos informativos (identificación de la unidad de auditoría interna, ejercicio al que se refiere y firma del responsable) y de contenido (alcance y objetivo, conclusiones obtenidas, recomendaciones de mejora y situación de las recomendaciones de los informes anteriores).

El contenido de los informes de auditoría interna aporta información de utilidad desde la perspectiva supervisora sobre los procedimientos y controles internos de las entidades, así como de las medidas adoptadas para solucionar las incidencias detectadas y su seguimiento. Por ello se revisa anualmente su contenido. De la información recibida respecto al año 2019, cabe destacar que el 40 % de las gestoras realiza la función de auditoría interna dentro de la propia entidad, mientras que el 60 % la tiene delegada.

En relación con el análisis del contenido del informe que realiza la CNMV, la supervisión se centra fundamentalmente en las siguientes situaciones: valoraciones no favorables por parte del auditor interno, gran número de recomendaciones, no hacer referencia a la situación de las recomendaciones de años anteriores, existencia de incidencias consideradas relevantes, no inclusión de conclusiones sobre el trabajo realizado y presentación del informe sin la firma del responsable de la unidad de auditoría interna.

Fruto de la supervisión realizada en este ejercicio, se ha requerido a 22 gestoras por diversas incidencias, de las que 10 tenían la función de auditoría interna dentro de la entidad y 12 la tenían delegada.

#### **6.4 Entidades depositarias**

En 2020 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 han de incluir todos los incumplimientos normativos o anomalías que hayan detectado en la gestión o administración de las IIC. Dentro de estos, se ha prestado especial atención a los elaborados por los depositarios de entidades de capital riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, dada la novedad de exigencia de depositario para estos vehículos de inversión.

#### **6.5 Plataformas de financiación participativa**

En 2020 se ha seguido con el modelo de supervisión, que descansa, básicamente, en la revisión de las cuentas anuales auditadas, de la memoria exigida por el artículo 91 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (cuyo contenido se ha sistematizado e incluido en las tablas que deben remitir las entidades), 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 la revisión del contenido de los informes de auditoría que acompañan a las cuentas anuales, los aspectos de mayor interés se siguen refiriendo a la situación financiera y la existencia de partidas de activos correspondientes a aplicaciones

informáticas, activos fiscales (estos dos elementos pasan a considerarse deducibles de recursos propios en el reglamento europeo que resultará de aplicación en 2021) y participaciones de cartera no cotizadas.

De cara a la elaboración del mapa de riesgos de plataformas de financiación participativa (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 naturaleza de las reclamaciones recibidas. Tras el análisis de esta información, se ha considerado conveniente planificar actuaciones de supervisión específicas para 2021.

Resulta, por último, destacable la actuación supervisora realizada en 2020 sobre una PFP, concebida a partir de la revisión de la actividad de años anteriores, en la que se ha puesto de manifiesto que el modelo de negocio no encaja en el régimen regulatorio actualmente vigente, que contempla que las ofertas se realicen a una pluralidad de potenciales inversores.

## 6.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

En materia de prevención del blanqueo de capitales y en el marco del 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 2020 se acordó la realización del programa de trabajo de revisión convenido para siete entidades de las contempladas en los planes de inspección, que comprenden tanto ESI como SGIIC.

En lo que respecta 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 6 ESI y 7 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 empresas de servicios de inversión —salvo las empresas de asesoramiento financiero (EAF)— en caso de concurso o declaración de insolvencia por parte de la CNMV. La cobertura del fondo se extiende también a los clientes de las SGIIC y de las SGEIC, en lo que se refiere a la prestación de servicios de inversión y auxiliares a clientes individuales, y siempre que se den las mismas situaciones de insolvencia que en las empresas de servicios de inversión. El importe máximo de la indemnización, una vez comprobada la posición neta del inversor, es de 100.000 euros.

A finales de 2020 el número de entidades adheridas al FOGAIN ascendía a 179, lo que supone, en términos netos, una entidad más que el ejercicio 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	2020
SAV	81	89	91	94	95
SGC	2	1	1	1	1
SGIIC	58	68	73	81	80
SGEIC	1	2	2	2	3
<b>Total</b>	<b>142</b>	<b>160</b>	<b>167</b>	<b>178</b>	<b>179</b>

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 lo hagan a través de alguna sucursal y se hayan adherido al FOGAIN conforme al régimen legal que regula dicha adhesión, tanto para sucursales de entidades de la Unión Europea como de terceros Estados (durante 2020 no hubo ninguna entidad en esta situación). A excepción de aquellas que se adhieran al FOGAIN, las entidades extranjeras estarán adheridas a los fondos de garantía de su Estado de origen, cuya cobertura puede no ser igual a la ofrecida en España.

Durante el ejercicio 2020, el FOGAIN ha tenido que atender un caso de insolvencia de una de sus entidades adheridas. En concreto, se trata de la entidad Esfera Capital, AV, S. A., que fue intervenida por la CNMV el día 20 de marzo de 2020 y respecto de la que el día 11 de mayo de 2020 la CNMV declaró que no podía cumplir las obligaciones contraídas con los inversores, declaración que supuso el inicio del despliegue de la cobertura del FOGAIN para sus clientes.

Dadas las excepcionales circunstancias originadas por la pandemia y la consiguiente declaración del estado de alarma, el FOGAIN puso en marcha un mecanismo telemático de atención y de presentación de solicitudes de indemnización, a disposición de los inversores clientes de Esfera Capital, AV, S. A., para tratar de garantizar la seguridad del proceso indemnizatorio.

Durante 2020 se recibieron algo más de 2.100 solicitudes de indemnización de clientes de Esfera Capital, AV, S. A. y se procedió al pago de 5,11 millones de euros en ese ejercicio. El resto de las solicitudes recibidas se ha tramitado en el año en curso, habiéndose resuelto la totalidad de ellas, con un montante total de 5,2 millones de euros.

Por otro lado, durante 2020 el FOGAIN ha continuado dando soporte y asistencia a sus entidades adheridas en todo lo referido a su relación con el fondo y a su cobertura.

En línea con los criterios de seguridad y liquidez que exige la normativa, durante este ejercicio el fondo siguió invirtiendo su patrimonio en deuda pública a distintos plazos y, dado el escenario de tipos de interés, también de manera relevante en depósitos bancarios.

El patrimonio del FOGAIN alcanzó al cierre del ejercicio un importe de 109,7 millones de euros, lo que supone un incremento del 1,57 % respecto a 2019. Este aumento se produjo como consecuencia de las aportaciones de las entidades adheridas y de los importes recuperados por el FOGAIN durante el año, una vez descontado el pago de indemnizaciones a clientes de Esfera Capital, AV, S. A. y los rendimientos netos negativos de las inversiones. Es de destacar lo abultado de dicho patrimonio en



relación con la situación de capital de las entidades adheridas y la baja incidencia histórica de insolvencias de estas.

En cuanto a las gestiones para recuperar los importes desembolsados, en 2020 el FOGAIN recuperó 0,97 millones de euros del concurso de acreedores de Interdín Bolsa, SV, S. A., lo que supone que se ha recobrado el importe total satisfecho por el FOGAIN a los clientes de dicha entidad. Además, mantiene su personación activa en los diversos procedimientos judiciales abiertos, relativos a los siniestros en los que ha desplegado su cobertura, y sigue promoviendo 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 dando a conocer su cobertura, proporcionando información a los clientes de sus entidades adheridas e inversores en general, que es una de las funciones que tiene legalmente asignadas. Tanto telefónicamente como a través de su página web ([www.fogain.es](http://www.fogain.es)) se han atendido numerosas consultas de los inversores que requieren información acerca de la cobertura que ofrece el FOGAIN.

## 6.8 Resolución de entidades de contrapartida central (ECC)

Al ser la resolución de las ECC una prioridad en la agenda del G20, uno de los objetivos del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) ha sido el de impulsar el avance en la planificación de la resolución y en el análisis de la resolubilidad de las ECC consideradas sistémicas en más de una jurisdicción, con independencia de que las correspondientes jurisdicciones contaran o no con un marco legal de resolución específico.

Para ello, el FSB ha instado a las autoridades a constituir grupos de gestión de crisis (*Crisis Management Groups*, CMG) para las ECC sistémicamente importantes en más de una jurisdicción, formados por las autoridades de resolución y de supervisión relevantes de las jurisdicciones implicadas con el fin de mejorar la preparación de la resolución y facilitar su gestión y coordinación a nivel transfronterizo. La ECC española es una de las 13 infraestructuras que a nivel mundial tienen dicha consideración.

Si bien en España no se ha producido hasta la fecha la designación oficial de una autoridad de resolución de la ECC, la CNMV ha venido trabajando en el ámbito de la preparación y el análisis de la resolubilidad de la ECC española (BME Clearing). De acuerdo con las directrices del FSB, la CNMV ha creado y preside desde 2019 el grupo de gestión de crisis de BME Clearing, precursor de su colegio de resolución. Desde el punto de vista organizativo y de recursos, la CNMV cuenta desde 2015 con una unidad a la que se han asignado las funciones de resolución, estando jerárquica y funcionalmente separada de las unidades que desempeñan las funciones de supervisión de la cámara, tal y como exige el Reglamento (UE) 2021/23 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2020, en el apartado 4 de su artículo 3.

Durante 2020, la CNMV inició la evaluación de los recursos financieros disponibles en la ECC para hacer frente a distintos escenarios de resolución, siguiendo los pasos de la Guía del FSB sobre recursos financieros disponibles y su tratamiento en resolución.

En 2020 la CNMV ha continuado asesorando a la representación española liderada por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional en reuniones organizadas por la Comisión Europea y el Consejo de la Unión Europea relacionadas con resolución de ECC, en particular, respecto al reglamento europeo sobre recuperación y resolución de ECC que se aprobó en diciembre. La CNMV participa asimismo en la *task force* de ESMA encargada de los 19 mandatos de segundo nivel previstos en este reglamento.

Finalmente, de conformidad con el objetivo de velar por el buen funcionamiento de las infraestructuras del mercado y contribuir a la preservación de la estabilidad del sistema financiero, previsto en el artículo 255 de la Ley del Mercado de Valores, durante este año se ha completado un primer análisis de la criticidad de los participantes en infraestructuras de mercado gestionadas por BME (contratación, compensación, liquidación y registro) a fin de garantizar que la realización de dichas funciones quede debidamente recogida y tratada en los respectivos planes de resolución de las entidades.

## 6.9 Índices de referencia

La CNMV, como autoridad competente en España<sup>1</sup> para la aplicación de la regulación de los índices de referencia, contenida en el Reglamento (UE) 2016/1011<sup>2</sup> del Parlamento Europeo y del Consejo (BMR), es responsable de la autorización y registro de administradores, así como de la supervisión de estos, de las entidades contribuidoras al cálculo de índices críticos y de los usuarios de los índices de referencia.

Una vez inscritos los principales proveedores de índices de referencia españoles, la CNMV ha realizado un seguimiento de su actividad y de sus modificaciones, encontrándose actualmente pendiente la integración en uno de los proveedores inscritos de los índices de las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

Por otro lado, la CNMV ha continuado desarrollando su actividad como miembro del colegio del Euribor y del Eonia, así como del Libor. Asimismo, han proseguido los trabajos de supervisión de los contribuidores españoles del Euribor. En esta ocasión la CNMV ha centrado sus labores de supervisión en la verificación de la correcta implantación de la nueva metodología (metodología híbrida) establecida por el administrador del Euribor, EMMI.

---

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 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.

Casi una década después de la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del G-20 celebrada en San Petersburgo y de la publicación de los Principios de IOSCO sobre índices de referencia<sup>1</sup>, que marcaron el inicio de la reforma de dichos índices, la transición afronta sus últimos y decisivos pasos<sup>2</sup>.

Durante 2020 la reforma ha progresado de acuerdo con el plan previsto, sin que la crisis provocada por el COVID-19 haya supuesto una ralentización relevante, habiendo únicamente provocado retrasos técnicos en algunos de los hitos parciales.

### Cese del Libor

La desaparición del Libor continúa siendo una prioridad y se espera que las entidades estén preparadas para afrontarla a finales de 2021. El administrador del índice realizó una consulta pública a finales de 2020 sobre su intención de cesar la publicación del índice más allá del fin de 2021 en todos los vencimientos disponibles en las siguientes divisas: euro, franco suizo, yen japonés y libra esterlina, así como los vencimientos a 1 semana y 2 meses correspondientes al dólar estadounidense. Los restantes vencimientos (1 día y 1, 3, 6 y 12 meses) en esta última divisa se dejarían de publicar a partir del 30 de junio de 2023, siempre que el índice, en dichos vencimientos y divisa, siga cumpliendo con la normativa aplicable, incluida su representatividad.

Las autoridades competentes del Reino Unido y de Estados Unidos han realizado sendas comunicaciones sobre el cese en la publicación del Libor a partir de estas fechas, instando a las entidades a dejar de celebrar nuevos contratos que utilicen el índice tan pronto como sea posible y, en todo caso, antes del 31 de diciembre de 2021.

En España son numerosas las empresas no financieras, Administraciones públicas y entidades financieras que tienen suscritos contratos de financiación o cobertura referenciados al índice Libor. Con el fin de trasladar a estas entidades información sobre los avances en la transición, la CNMV realizó a primeros de 2021 una comunicación reiterando las recomendaciones formuladas en julio de 2019:

- Conveniencia de realizar un seguimiento de los desarrollos y actuaciones de los grupos de trabajo y de los principales avances en el proceso de reforma.
- Identificación y evaluación de los riesgos y posibles impactos derivados de su exposición.
- Diseño de una estrategia global para planificar las acciones de implementación correspondientes.
- Necesidad de contar con una estructura organizativa adecuada para coordinar el diseño e implementación de los trabajos de transición.

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que coordina a nivel global el seguimiento de la transición del Libor, ha publicado también una hoja de ruta de transición global destinada a concienciar sobre los pasos que las empresas financieras y no financieras deben seguir durante el periodo que resta hasta finales de 2021 para lograr con éxito la transición y el abandono del Libor.

Una de las acciones esenciales que las entidades han de completar durante 2021 es la modificación de los contratos e instrumentos vinculados al índice para sustituirlo por las tasas alternativas recomendadas por los grupos de trabajo de la industria auspiciados por los bancos centrales. En el ámbito de los contratos derivados extrabursátiles, la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha diseñado un suplemento y un protocolo sobre cláusulas de respaldo en contratos de derivados referenciados a índices como el Libor, que facilitan la adaptación de los contratos para hacer frente a la desaparición del índice y, en su caso, su ajuste a los requisitos previstos en el artículo 28.2 del 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.

La CNMV, al igual que otras autoridades e instituciones europeas e internacionales, ha aconsejado a las entidades españolas que consideren la conveniencia de adherirse a estos documentos de la ISDA, teniendo en cuenta su situación particular y sus propias necesidades.

Debido a la existencia de contratos e instrumentos que no cuentan con cláusulas de respaldo adecuadas para hacer frente a la desaparición del Libor y cuya modificación no resulta posible en el corto periodo restante hasta su supresión al final de 2021, la Unión Europea ha aprobado un mecanismo (mediante la modificación del Reglamento (UE) 2016/1011) que permitirá a la Comisión Europea designar un tipo sustitutivo legal para todos los contratos que no contengan un índice sustituto aplicable con carácter permanente y estén sujetos a la legislación de un Estado miembro de la Unión. En otras jurisdicciones como el Reino Unido y Estados Unidos se está considerando una solución legislativa similar.

### **Continuidad del Euribor y transición de Eonia a €STR**

En la zona euro también se han producido avances importantes con la consolidación del proceso de adaptación de la metodología del Euribor a las recomendaciones del FSB y a las exigencias del mencionado reglamento, y con la transición del Eonia al nuevo índice €STR (*euro short-term rate*) calculado y publicado por el Banco Central Europeo desde octubre de 2019.

Desde que se anunció la desaparición del Eonia, tanto su administrador, el European Money Markets Institute (EMMI), como las autoridades europeas han advertido de que para mitigar al máximo cualquier riesgo legal y económico, los usuarios del índice deberían utilizar el €STR en los nuevos contratos, especialmente si vencen más allá del 3 de enero de 2022.

La adaptación de la metodología de cálculo del Euribor a un sistema asentado en transacciones de mercado, que prima la existencia de operaciones frente al juicio experto, ha posibilitado la continuidad del Euribor, a diferencia de la situación del Libor. La solidez y representatividad del Euribor en su nueva configuración ha quedado demostrada durante la crisis generada por el brote de COVID-19. En todo momento durante la crisis, el Euribor ha continuado publicándose regularmente y su evolución ha seguido reflejando las decisiones de política monetaria y la percepción del mercado sobre las condiciones de financiación de las entidades de crédito en el mercado monetario mayorista no garantizado.

Para reforzar la solidez de los contratos e instrumentos financieros que hacen referencia al Euribor, es preciso incorporar cláusulas de respaldo (*fallback clauses*), tal y como exige el Reglamento (UE) 2016/1011, que garanticen la continuidad de los contratos en el improbable escenario de interrupción del Euribor, aumentando la seguridad jurídica y minimizando el riesgo de litigiosidad.

Por ello, el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo en la zona euro emitirá próximamente una recomendación, a partir de la consulta pública realizada durante 2020, sobre las tasas de respaldo más adecuadas para diferentes tipos de productos de contado como préstamos, depósitos, instrumentos de deuda, titulizaciones y fondos de inversión. Estas tasas se determinan a partir de la tasa libre de riesgo de la zona euro, el €STR, aplicando metodologías retrospectivas basadas en el cálculo de tasas a plazo compuestas a partir de datos pasados, así como metodologías prospectivas, según el tipo de producto al que se apliquen.

Las tasas a plazo prospectivas requieren un mercado de derivados profundo y líquido que sirva como base de cálculo. Pero los derivados basados en tasas libres de riesgo están todavía lejos de ser lo suficientemente líquidos. La utilización por los participantes del mercado del €STR en lugar del Eonia en sus nuevos contratos y la sustitución por las cámaras de contrapartida central europeas de la curva de descuento del Eonia por la curva de descuento del €STR a finales de julio de 2020 han facilitado la transición. Se espera que con este cambio la alta liquidez de los mercados de derivados sobre el Eonia se mueva gradualmente a los mercados de derivados referenciados al €STR en los próximos meses.

1 IOSCO (2013). *IOSCO Principles for Financial Benchmarks*, julio.

2 Véase el recuadro 17 (Avances en la reforma de los índices de tipos de interés) publicado en el *Informe anual de la CNMV* de 2019.

La actividad de supervisión se ha visto marcada, como en muchos otros ámbitos de actuación de la CNMV, por la crisis del COVID-19. De forma coordinada con las demás autoridades competentes europeas de las entidades que participan en el cálculo del índice Euribor en el marco del colegio de supervisores del índice, la CNMV ha supervisado las contribuciones realizadas por los miembros españoles del panel del Euribor durante la crisis del COVID-19.

Las conclusiones de esta revisión permiten constatar la correcta aplicación de las metodologías aprobadas por el administrador de índices para el nivel 3<sup>3</sup>. A pesar de las distintas metodologías aplicadas por parte de las entidades, se confirma un correcto reflejo tanto de las decisiones de política monetaria como de la situación del mercado en general, lo que viene a corroborar la solidez de la nueva metodología del Euribor y la representatividad de su mercado subyacente.

La reforma de los índices de tipos de interés auspiciada por el FSB y la aprobación de BMR en la Unión Europea trajo consigo el desarrollo y la aplicación de un nuevo marco normativo, lo que ha dado lugar tanto a la creación de nuevos índices de referencia libres de riesgo (€STR, en el caso europeo) como a la adaptación de los índices ya existentes. La CNMV está siguiendo el proceso de aplicación de dicha normativa e impulsando el conocimiento y la adaptación de las entidades financieras y demás empresas que utilizan índices de tipos de interés en sus operaciones financieras y de mercado de capitales, mediante la difusión de información y aclaración de dudas.

### Índices de referencia climáticos y divulgación de información sobre factores ASG

Reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles y reforzar la estabilidad financiera mediante la incorporación de los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) a la toma de decisiones de inversión es uno de los tres objetivos del plan de acción europeo para alcanzar una economía global más sostenible.

La evaluación de la sostenibilidad de las inversiones es, por tanto, un elemento clave que requiere parámetros de referencia adecuados que proporcionen un marco de actuación transparente y fiable, y que no se garantiza con la utilización de los índices de referencia tradicionales, a pesar de su importancia en la formación de precios de los activos financieros y en la medición del rendimiento de las inversiones.

Por ello, la publicación del Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, que modifica 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, obedece a la necesidad de definir un marco regulador armonizado por el que se establezcan requisitos mínimos para los índices de referencia sostenibles.

Por un lado, dicho reglamento crea dos nuevas categorías de índices climáticos, que deben ser capaces de proporcionar a los inversores información fiable sobre la huella de carbono de sus inversiones y así contribuir a evitar el blanqueo ecológico (*greenwashing*):

- Índices de referencia de transición climática de la Unión Europea (*EU Climate Transition Benchmark*), que incorporan empresas que siguen una trayectoria de descarbonización.

---

3 El índice se calcula con una metodología en cascada que prima las transacciones de mercado consideradas elegibles (nivel 1) y se apoya en cálculos e interpolaciones (nivel 2) y en cálculos basados en mercados estrechamente relacionados (nivel 3) cuando las transacciones de nivel 1 no están disponibles.

- Índices de referencia de la Unión Europea armonizados con el Acuerdo de París (*EU Paris-aligned Benchmark*), que integran empresas cuyas emisiones de carbono están alineadas con los objetivos de reducción del calentamiento global a largo plazo del Acuerdo de París.

Para garantizar su reconocimiento y fiabilidad para los inversores, los administradores pueden utilizar estas etiquetas en su comercialización, siempre que cumplan con los requisitos establecidos en el reglamento para su composición y transparencia.

Con el fin de impulsar la creación de este tipo de índices, el reglamento solicita a los administradores de índices significativos —es decir, aquellos que se utilizan como referencia en instrumentos o contratos por valor superior a 50.000 millones de euros— un esfuerzo por proporcionar al menos un índice de transición climática de la Unión Europea antes del 1 de enero de 2022.

Y por otro lado, el reglamento establece, con plazos de aplicación escalonada, requisitos mínimos de divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia en su elaboración y comercialización. Así:

- A partir del 30 de abril de 2020, los administradores radicados en la Unión Europea deben explicar, tanto en la declaración sobre los índices de referencia como en la publicación sobre la metodología del índice, cómo se reflejan los factores ASG en cada índice o familia de índices de referencia. Para los índices que no persigan objetivos ASG, los administradores deben indicarlo claramente en la declaración del índice de referencia. También deberán señalar expresamente si no disponen de ningún índice de transición climática o armonizado con el Acuerdo de París.
- En el transcurso del año 2021, la declaración de los índices de referencia significativos de acciones y de bonos, así como la de los índices de referencia de transición climática de la Unión Europea y los índices de referencia de la Unión armonizados con el Acuerdo de París, debe incluir datos sobre si se garantiza o no —y en qué medida— un nivel de alineamiento global con el objetivo de reducción de las emisiones de carbono o la consecución de los objetivos del Acuerdo de París.
- Finalmente, a más tardar el 31 de diciembre de 2022, los administradores de índices de referencia de transición climática de la Unión Europea deberán respetar determinados requisitos para seleccionar, ponderar o excluir activos subyacentes emitidos por las empresas que sigan una trayectoria de descarbonización.

Los índices de referencia de tipos de interés y de tipo de cambio, al no tener activos subyacentes con un impacto significativo sobre el cambio climático, quedan exentos de los requisitos de transparencia.

En diciembre de 2020 se publicaron los actos delegados que complementan el Reglamento 2016/1011 sobre el reflejo de los factores ASG en la declaración del índice y en la metodología, así como sobre los requisitos mínimos que deben cumplir los índices de transición climática y los alineados con el acuerdo de París:

- Reglamento Delegado (UE) 2020/1816 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento

Europeo y del Consejo en lo que se refiere a la explicación incluida en la declaración sobre el índice de referencia del modo en que cada índice de referencia elaborado y publicado refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza.

- Reglamento Delegado (UE) 2020/1817 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere al contenido mínimo de la explicación del modo en que la metodología de los índices de referencia refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza.
- Reglamento Delegado (UE) 2020/1818 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares mínimos aplicables a los índices de referencia de transición climática de la Unión Europea y los índices de referencia de la Unión armonizados con el Acuerdo de París.

### 6.10 Resolución (fase preventiva) de empresas de servicios de inversión

La resolución tiene por finalidad asegurar que una entidad de crédito o empresa de servicios de inversión inviable, o que sea previsible que lo vaya a ser en un futuro cercano, continúe con la prestación de funciones esenciales sin riesgo para la estabilidad financiera mediante la aplicación de herramientas y atribuciones de resolución, cuando dicha continuidad sea necesaria por razón de interés público como alternativa a la liquidación concursal.

La normativa española en materia de resolución ha optado por un modelo que distingue entre funciones de resolución en fase preventiva, que se encomiendan a la CNMV respecto de las ESI y al Banco de España respecto de las entidades de crédito menos significativas, y en fase ejecutiva, que se asignan al FROB para ambos tipos de entidades. A nivel europeo, la Junta Única de Resolución es la autoridad de resolución competente para las entidades de crédito significativas, dentro del marco del Mecanismo Único de Resolución.

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 debe elaborar y aprobar, previo informe del FROB y del supervisor competente, el plan de resolución de cada ESI o grupo objeto de supervisión en base consolidada e identificar así la mejor estrategia en caso de que devengue 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 la liquidación de la entidad.



Durante el año 2020 se ha continuado con la actualización iniciada en 2019 de los planes de resolución previamente aprobados. El cuadro 6.10.1 muestra el número de planes realizados hasta la fecha.

### Planes de resolución de ESI

CUADRO 6.10.1

	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	Planes actualizados
Individual	7	3	5
Grupo	22	13	7
<b>Total</b>	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>12</b>

Fuente: CNMV.

Una vez completado el ciclo de elaboración de los primeros planes de resolución, la CNMV redacta unos planes más breves para su actualización, remitiendo a aquellos aspectos menos desarrollados en la actualización a los planes iniciales, que se adjuntan como anexo.

La estrategia de resolución preferida en todos los casos es que las entidades se resolverán, en caso de inviabilidad, mediante su liquidación conforme al procedimiento concursal ordinario, puesto que esta no pone en riesgo ninguno de los objetivos de la resolución.

La liquidación se considera *creíble*, en la medida en que no es probable que provoque efectos negativos en la estabilidad financiera, dado el reducido tamaño de las entidades y el hecho de que no prestan funciones esenciales. Se considera que las actividades y servicios que prestan son fácilmente sustituibles y trasladables a otras entidades, y su interrupción no tendría impacto en la economía real ni en la estabilidad financiera.

Asimismo, la liquidación se considera *factible*, ya que las entidades reportan periódicamente a la CNMV la información requerida por el FOGAIN, para que, llegado el caso, este pueda abonar los importes garantizados a los inversores cubiertos.

En el análisis de resolubilidad, los planes elaborados durante 2020 no han identificado obstáculos importantes para llevar a cabo la liquidación de las entidades por el procedimiento concursal ordinario. Cuando las entidades mantienen efectivo de clientes o activos de clientes en custodia o subcustodia, se analiza si la entidad ha formalizado acuerdos con terceros para el traspaso de dichos activos de sus clientes en caso de que las entidades atravesaran dificultades financieras o existieran dudas razonables sobre su viabilidad, en línea con lo previsto en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, a fin de garantizar el traspaso y reembolso de los activos de los clientes, sin incidencias y en el menor tiempo posible, y siempre con anterioridad a su eventual inviabilidad.

Durante el proceso de elaboración y actualización del plan de resolución, se mantiene un contacto individual con las ESI a fin de recabar su opinión sobre las conclusiones y elementos fundamentales del plan. Durante 2020 este contacto ha incluido además el seguimiento y conocimiento de su respuesta a la situación creada por el COVID-19, de la efectividad de su plan de contingencia y el impacto actual y previsible en su negocio. También se ha recabado información sobre el cumplimiento del requisito de portabilidad de los activos de clientes en caso de inviabilidad.

En su función de autoridad de resolución preventiva de ESI, la CNMV debe informar de los planes de recuperación elaborados por las entidades, con objeto de valorar si las medidas que contienen pudieran afectar negativamente a su resolubilidad y, en su caso, formular las propuestas de modificación oportunas. Durante 2020 se ha informado de 22 planes de recuperación. En todos los planes revisados se ha concluido 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 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Durante 2020 se han celebrado 18 sesiones presenciales y escritas.

Además, la CNMV y el FROB han suscrito un convenio de colaboración con el fin de fortalecer la cooperación institucional existente entre ambos organismos y el intercambio de información relevante para el ejercicio de sus respectivas competencias. El convenio contempla la celebración de, al menos, dos reuniones anuales del comité de colaboración creado para tal fin.

Durante 2019 y 2020, el Tribunal de Cuentas ha llevado a cabo una revisión de la adecuación del área de resolución de la CNMV (también del FROB y del Banco de España) a la normativa de resolución europea. Las conclusiones del informe (que fue publicado en octubre de 2020), en lo que afecta a la CNMV, reconocen que la normativa y los procedimientos aplicados en materia de resolución de entidades financieras están adaptados al marco regulador de los procesos de resolución. El informe no identifica ninguna carencia ni formula recomendaciones específicas a la CNMV.

### 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 y que puedan suponer un incumplimiento de las normas de conducta de esas entidades. No obstante, deben acreditar que previamente han formulado tales quejas o reclamaciones ante el servicio de atención al cliente (SAC) o el defensor del cliente de la entidad sin haber obtenido satisfacción o respuesta en plazo por parte de esta.

En 2020 los inversores presentaron 1.242 escritos susceptibles de dar lugar a la apertura de un expediente de reclamación, lo que supone un aumento en comparación con los presentados en 2019 y en 2018.

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 cumplían los requisitos para ser admitidos a trámite aumentaron un 38,3 % en 2020, produciéndose, asimismo, un incremento del 7,7 % en los escritos tramitados durante el mismo año. En cuanto a las resoluciones, aumentaron un 6,2 % las reclamaciones sin informe final motivado por haberse producido un allanamiento, un avenimiento, un desistimiento o una inadmisión sobrevenida e, igualmente, se incrementaron un 8,1 % las reclamaciones en las 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 51,7 % de los casos y desfavorable en el 48,3 % restante. Es importante destacar, en el ámbito de las reclamaciones que obtienen un informe favorable, el sustancial aumento del grado de aceptación por parte de la entidad que recibe la reclamación a lo largo de los últimos años. Este grado de aceptación ha pasado de porcentajes de entre el 6 % y el 15 % entre los años 2010 y 2014 a porcentajes superiores al 70 % desde 2019 (véase cuadro 7.1.3).

El número de escritos en trámite al cierre del ejercicio 2020 aumentó un 10,7 %.

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

	2018		2019		2020		% var. 20/19
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	
<b>Registradas en el Servicio de Reclamaciones de la CNMV</b>	<b>1.018</b>	<b>-</b>	<b>1.077</b>	<b>-</b>	<b>1.242</b>	<b>-</b>	<b>15,3</b>
<b>No admitidas a trámite</b>	<b>348</b>	<b>-</b>	<b>345</b>	<b>-</b>	<b>477</b>	<b>-</b>	<b>38,3</b>
<b>Tramitadas sin informe final motivado</b>	<b>107</b>	<b>15,4</b>	<b>129</b>	<b>18,8</b>	<b>137</b>	<b>18,5</b>	<b>6,2</b>
Allanamiento o avenimiento	97	13,9	112	16,3	117	15,8	4,5
Desistimiento	7	1,0	12	1,7	15	2,0	25,0
Inadmisión sobrevenida	3	0,4	5	0,7	5	0,7	0,0
<b>Tramitadas con informe final motivado</b>	<b>590</b>	<b>84,6</b>	<b>557</b>	<b>81,2</b>	<b>602</b>	<b>81,5</b>	<b>8,1</b>
Informe favorable al reclamante	353	50,6	285	41,5	311	42,1	9,1
Informe desfavorable al reclamante	237	34,0	272	39,7	291	39,4	7,0
<b>Total tramitadas</b>	<b>697</b>	<b>100,0</b>	<b>686</b>	<b>100,0</b>	<b>739</b>	<b>100,0</b>	<b>7,7</b>
<b>En trámite al cierre del ejercicio</b>	<b>196</b>	<b>-</b>	<b>242</b>	<b>-</b>	<b>268</b>	<b>-</b>	<b>10,7</b>

Fuente: CNMV.

Las causas planteadas en las 739 reclamaciones concluidas en 2020 fueron muy diversas y se desglosan en el cuadro 7.1.2.

### Motivos de las reclamaciones finalizadas en 2020

CUADRO 7.1.2

Servicio de inversión/motivo	Causa	Valores	IIC	Total	
Servicio de inversión/motivo	Conveniencia/idoneidad	31	65	96	
	Información previa	43	84	127	
	Órdenes de compraventa	95	93	188	
	Comercialización/ejecución	Comisiones	111	88	199
	Asesoramiento	Traspasos	18	69	87
	Gestión de carteras	Información posterior	117	84	201
		Titularidad	12	8	20
Adquisición <i>mortis causa</i>	Conveniencia/idoneidad	-	1	1	
	Información previa	1	1	2	
	Órdenes de compraventa	2	3	5	
	Comisiones	5	-	5	
	Traspasos	-	2	2	
	Información posterior	8	17	25	
	Titularidad	11	25	36	
<b>Funcionamiento del SAC</b>		<b>10</b>	<b>13</b>	<b>23</b>	
<b>Total</b>		<b>464</b>	<b>553</b>	<b>1.017<sup>1</sup></b>	

Fuente: CNMV. (1) En un mismo expediente de reclamación es habitual que se den distintas causas de reclamación.

Aun siendo muy diversas, las causas de las reclamaciones resueltas pueden agruparse en conveniencia/idoneidad, información previa, órdenes de compraventa, comisiones, traspasos, información posterior, titularidad y funcionamiento del SAC.

En relación con la conveniencia/idoneidad e información previa a la contratación, en general, los inversores hacen constar en estas reclamaciones su disconformidad por la falta de adaptación de los productos a su perfil inversor y por la ausencia o deficiencia de información sobre ellos. Respecto de las órdenes de compraventa o traspasos, los inversores suelen poner de manifiesto su desacuerdo con su forma o plazo de ejecución. Otros reclamantes cuestionan las comisiones cobradas por los productos contratados o por los servicios prestados.

La información posterior a la contratación tiene como finalidad facilitar a los clientes un adecuado seguimiento de sus posiciones en productos de inversión, así como de las opciones o derechos que se derivan de estas. En este sentido, es habitual que los inversores aleguen que no han recibido las comunicaciones o que lo han hecho fuera de plazo o con poca antelación para cursar las correspondientes instrucciones. También se analiza la atención de las peticiones de información efectuadas por los inversores a las entidades a través de las que contrataron los productos.

En algunas reclamaciones se ponen de manifiesto cuestiones derivadas de la titularidad de los valores en cuanto a la legitimación del ordenante, la existencia de cargas o gravámenes o el usufructo sobre los valores, la renuncia o cambios de titularidad, etc.

Por último, en ocasiones, la reclamación versa sobre el funcionamiento del SAC tanto en la fase previa de reclamación del cliente ante la entidad como durante la tramitación posterior de la reclamación ante el Servicio de Reclamaciones de la CNMV.

En cuanto al tipo de producto reclamado, más de la mitad de las causas de reclamaciones resueltas estaban relacionadas con instituciones de inversión colectiva, mientras que las restantes aludían a otro tipo de valores mobiliarios, 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 (22,2 %), las comisiones cobradas por las entidades (20,1 %) y las órdenes de compraventa de los productos (19,0 %).

## Actuación posterior a un informe favorable al reclamante por parte de la entidad reclamada

CUADRO 7.1.3

Año	Actuaciones posteriores comunicadas por la entidad		
	Accepta criterios o rectifica	Ni acepta ni rectifica	Entidades que no comunican actuaciones posteriores
2010	14,6	14,9	70,5
2011	9,6	19,5	70,9
2012	5,8	22,9	71,3
2013	13,5	25,4	61,1
2014	7,3	23,7	69,0
2015	31,2	49,5	19,3
2016	45,8	29,2	25,0
2017	58,3	30,5	11,3
2018	57,2	35,2	7,6
2019	80,2	13,2	6,6
2020	70,3	16,9	12,8

Fuente: CNMV.

## 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](http://www.cnmv.es)) y cuyo contenido se encuentra en los registros públicos oficiales de la entidad y en otros documentos difundidos por esta, y atiende distintas cuestiones o dudas que, dentro del ámbito de los mercados de valores, puedan plantear los pequeños inversores.

Los medios habilitados para presentar las consultas son tres: por teléfono, por correo postal o a través de la sede electrónica (disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). En esta última 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>).

Cabe señalar que desde el 14 de marzo de 2020 (fecha en la que se decretó el estado de alarma con motivo del COVID-19), en aquellas consultas presentadas por correo postal en las que se facilitaba una dirección de correo electrónico se trasladó la respuesta por dicha vía, al valorarse como canal más efectivo, dadas las circunstancias de la pandemia, para atender los escritos recibidos.

En 2020 se atendieron 11.150 consultas. La mayoría se realizaron por vía telefónica (84,1 %) y fueron atendidas por los operadores de un centro de llamadas. Dichas consultas se limitaron a facilitar información existente en la página web. Por volumen, el segundo medio más utilizado fue el formulario de la sede electrónica (12,3 %), seguido de la presentación a través del registro general (3,6 %).

Como refleja el cuadro 7.2.1, durante el año 2020 el número total de consultas atendidas aumentó en un 47,5 % en relación con el ejercicio 2019. Este incremento se produjo por el mayor número de consultas telefónicas (2.911 más que en 2019), junto con un aumento de las consultas presentadas tanto a través de la sede electrónica (569 más que en 2019) como del registro general (110 más que en 2019).

Además, se ha constatado que numerosos escritos que son propiamente una consulta se han presentado en la CNMV haciendo un mal uso del canal para la presentación 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 2020 estuvo en 22 días naturales.

#### Consultas según canal de recepción

CUADRO 7.2.1

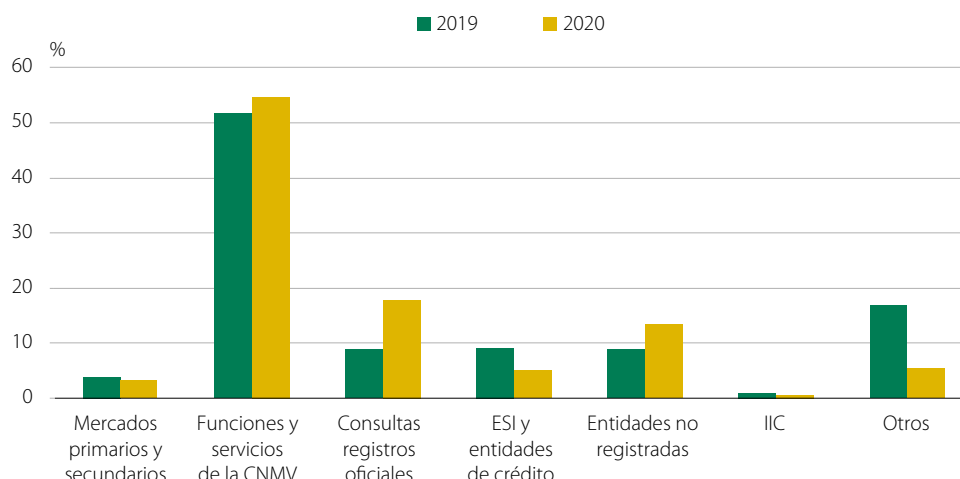
	2018		2019		2020		% var. 20/19
	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	
Teléfono	9.559	88,7	6.471	85,6	9.382	84,1	45,0
Escritos	436	4,0	289	3,8	399	3,6	38,1
Formulario	777	7,2	800	10,6	1.369	12,3	71,1
<b>Total</b>	<b>10.772</b>	<b>100,0</b>	<b>7.560</b>	<b>100,0</b>	<b>11.150</b>	<b>100,0</b>	<b>47,5</b>

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, 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 más 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 relacionadas con la sustitución de la propuesta de aplicación de resultados del ejercicio 2019 en determinadas sociedades cotizadas por otra nueva propuesta justificada en la situación creada por el COVID-19.
- Consultas y quejas relacionadas con los compromisos asumidos en el folleto informativo de oferta pública de venta de acciones de la sociedad Bosques Naturales del Mediterráneo 1, S. Com. p. A., registrado en la CNMV el 18 de noviembre de 1999.
- Consultas relativas a la suspensión de negociación en el sistema de interconexión bursátil de las acciones, u otros valores que den derecho a su suscripción, adquisición o venta, de Abengoa, S. A., que tuvo lugar el 14 de julio de 2020, así como consultas relativas a la posibilidad de transmitir dichas acciones suspendidas.
- Consultas relativas a la celebración, el desarrollo y las consecuencias derivadas de la junta general extraordinaria de accionistas de la sociedad Abengoa, S. A., que tuvo lugar el 17 de noviembre de 2020.
- Consultas relativas a las dificultades encontradas por accionistas minoritarios de Arquia Bank, S. A. (antigua Caja de Arquitectos, S. Coop. de Crédito) para vender sus acciones.
- Consultas relativas a la intervención de Esfera Capital, AV, S. A. por parte de la CNMV tras haber sido informada por la propia entidad de un desfase patrimonial derivado de una incidencia relacionada con la gestión de las posiciones en derivados de un número limitado de clientes.
- Consultas sobre ofertas públicas de adquisición de acciones presentadas en la CNMV a lo largo de 2020, relacionadas fundamentalmente con el proceso de aceptación, el calendario y el precio autorizado, así como con la posibilidad del



ejercicio de la compraventa forzosa. Cabe destacar las consultas motivadas por las opas presentadas sobre Bolsas y Mercados Españoles, S. A.; MásMóvil Ibercom, S. A. y Barón de Ley, 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 sobre la prohibición acordada por la CNMV y mantenida desde el 17 de marzo hasta el 18 de mayo, ambas fechas incluidas, a la realización de operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en los centros de negociación españoles (bolsas de valores y MAB) para las que la CNMV es la autoridad competente.
- Consultas relativas a la tenencia de *warrants* derivados de procesos de reestructuración emitidos por Deoleo, S. A. y Abengoa, S. A., y sobre la posibilidad de venta, liquidación o renuncia de estos.
- Quejas relacionadas con la resolución de Banco Popular Español, S. A. y las medidas adoptadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) el 7 de junio de 2017, que, entre otras, conllevaron la amortización de todas las acciones preexistentes, sin pago o compensación alguna a los titulares de esas acciones. En concreto, las quejas se centraron en la información financiera pública de la entidad en el momento en el que los interesados adquirieron valores emitidos por esta.
- Consultas sobre la exigencia de introducir en el sistema de negociación 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.
- Consultas e incidencias con empresas de servicios de inversión chipriotas inscritas en los registros oficiales de la CNMV.
- 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 en este ámbito por la CNMV en 2020.
- Consultas que, por su contenido, no se enmarcan entre las competencias que tiene atribuidas la CNMV. Cabe destacar las relacionadas con productos o servicios bancarios, o con seguros o fondos de pensiones. En estos casos, la CNMV traslada los escritos al órgano supervisor competente e informa de ello al interesado. Otro tipo de cuestiones que no se incluyen en las competencias de la CNMV son las de índole fiscal, en cuyo caso se informa a los interesados de que deben ponerse en contacto con la autoridad fiscal competente.

Por otro lado, al objeto de mejorar el acceso a la información disponible en la web de la CNMV especialmente dirigida al inversor, se creó en la sección «Inversores y educación financiera» un apartado específico de «Alertas para los inversores», en el que se recogen comunicaciones tendentes a evitar posibles fraudes o situaciones de engaño por parte de personas o empresas que podrían estar prestando servicios

financieros. Así, durante el ejercicio 2020 se incluyeron dos nuevas alertas, una «Alerta sobre intentos de fraude mediante el uso de la identidad e imagen de la CNMV» y otra sobre nuevas estrategias informáticas de los chiringuitos financieros. Estas alertas se han difundido en redes sociales con el objetivo de alcanzar al mayor número posible de personas.

A su vez, se ha incluido un nuevo comunicado en «Información de interés para el inversor» dentro de la sección de la web de la CNMV «Inversores y educación financiera», motivado por situaciones generadas en 2020 sobre las implicaciones que tiene el *brexit* para los inversores.

### 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 supervisores<sup>1</sup>.

A continuación se resume la información relativa a las advertencias difundidas a lo largo de 2020 (la información detallada aparece en el apartado «Advertencias» de la Sección del inversor en la web de la CNMV):

- Un total de 389 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 Valores<sup>2</sup>. Esta cifra supone un incremento del 20,4 % con respecto a las realizadas en 2019 (323), lo que supera el número de advertencias emitidas, a nivel individual, por cualquier otro organismo supervisor de países de nuestro entorno, excepto el correspondiente al Reino Unido (FCA).
- Un total de 1.254 comunicaciones (808 en 2019) procedentes de organismos supervisores de Estados miembros de la Unión Europea, de las que 1.184 (un 69,6 % más que en 2019) se referían a entidades no autorizadas y otras 70 (un 36,4 % menos que en 2019), incluidas en el apartado «Otras advertencias», a alertas relativas a determinadas conductas o actuaciones irregulares<sup>3</sup>.

Como resultado de esta actividad, en el año 2020 se realizaron un total de 1.643 advertencias (un 45,3 % más que en 2019). Cabe destacar que un solo organismo regulador (FCA) concentra el 45,5 % de las advertencias emitidas en Europa, porcentaje que asciende al 69,1 % si se consideran adicionalmente las correspondientes al segundo regulador que ha emitido más advertencias (CNMV).

---

1 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.

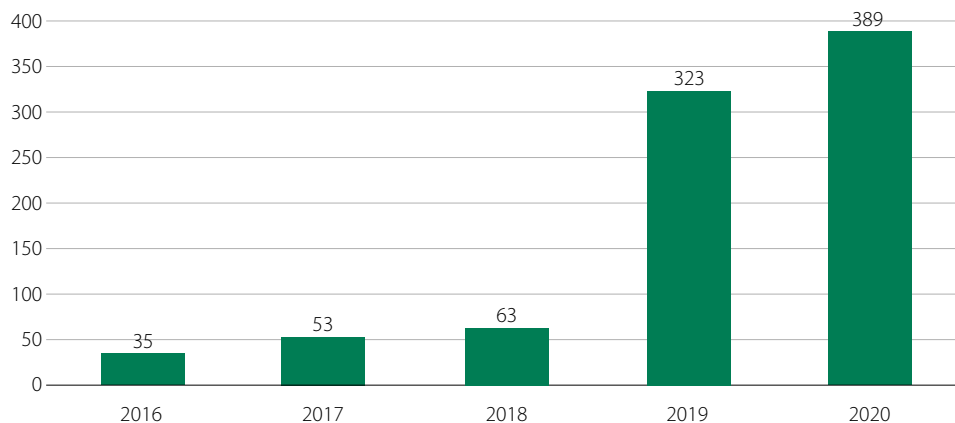
2 Artículos 17 y 144 de la Ley del Mercado de Valores.

3 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.

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.

**N.º de advertencias realizadas por la CNMV sobre entidades no registradas**

GRÁFICO 7.3.1

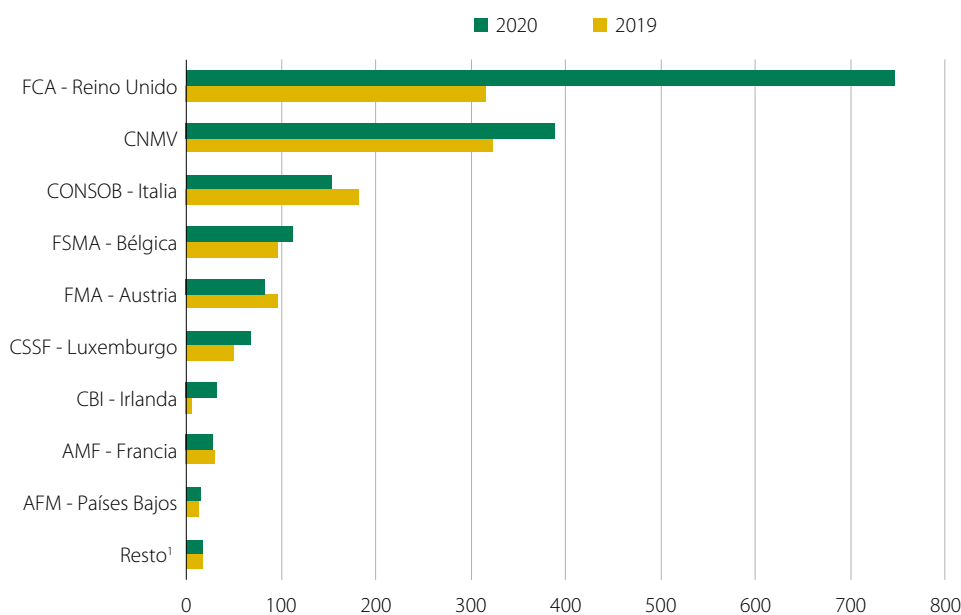


Fuente: CNMV.

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) Cuatro organismos supervisores con menos de diez advertencias en 2020.

El aumento en el número de advertencias publicadas por la CNMV ha sido consecuencia, principalmente, de la consolidación de las nuevas vías de investigación para detectar estas prácticas, ya ensayadas en 2019.

En ese sentido, es de destacar el creciente desarrollo de las tecnologías y los canales de comunicación digitales en los últimos años, que ha facilitado la aparición de nuevos métodos de fraude a través de Internet y las redes sociales, al ofrecer fácil acceso a eventuales víctimas y facilidades de difusión a bajo coste<sup>4</sup>.

Por ello, en 2019 la CNMV reforzó —y en 2020 consolidó— 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 en los dos últimos años.

#### 7.4 Advertencias sobre otras entidades

Por otra parte, en el año 2020 se incorporaron siete 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 alguno 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 contactar con la CNMV. Sin perjuicio de lo anterior, este canal está especialmente dirigido a empleados, antiguos empleados u otras personas que presten o hayan prestado servicios en entidades que hayan podido cometer infracciones en el ámbito de los mercados de valores.

En ningún caso dicho canal tiene por objeto atender reclamaciones derivadas de casos particulares ni consultas, por tener estas cuestiones sus canales específicos en la propia página web de la CNMV.

---

4 A este respecto, como se recogió en una nota de prensa de la CNMV el 18 de noviembre (disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={60f12496-9d52-411c-82fc-7ece94a5809a}>), en los últimos meses de 2020 se recibieron testimonios de inversores españoles sobre el uso, por parte de los chiringuitos financieros, de nuevas herramientas informáticas que las condiciones derivadas de las medidas adoptadas con motivo del COVID-19 han popularizado: el *software* de acceso remoto (como AnyDesk, LogMeln, TeamViewer, etc.) y las redes privadas virtuales (servicios de VPN).

Los canales habilitados para la comunicación de infracciones son: i) por teléfono (900 373 363); ii) a través del correo electrónico (comunicaciondeinfracciones@cnmv.es); iii) mediante escrito dirigido a Comunicación de Infracciones - Departamento de Inversores - CNMV. Edison, 4. 28006 Madrid / Passeig de Gràcia, 19. 08007 Barcelona; iv) mediante el formulario<sup>5</sup> habilitado en la página web de la CNMV dentro de la sección Comunicación de infracciones, y v) presencialmente en las oficinas de la CNMV en Madrid (suspendido de forma temporal por la actual situación epidemiológica).

Estas comunicaciones deben contener elementos fácticos de los que razonablemente se derive, al menos, una sospecha fundada de infracción<sup>6</sup>. Para ello deben recoger, entre otros, una descripción detallada del posible incumplimiento, la identidad de las personas o entidades involucradas en la posible conducta ilícita y las fechas en que hubieran tenido lugar las presuntas infracciones. En cualquier caso, la información que se proporcione no debe ser una reiteración de alguna otra que ya se hubiera hecho pública.

Desde el 1 de enero de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2020 se han recibido 807 comunicaciones, lo que representa un incremento del 26,49 % con respecto al año 2019.

De las 807 comunicaciones recibidas, 154 (19 %) se dirigieron de manera inadecuada a este canal, bien porque se trataba de una consulta o una reclamación, o bien porque la cuestión tratada estaba fuera de las competencias atribuidas a la CNMV.

De las 653 comunicaciones restantes, 275 (42 %) fueron relativas a entidades no habilitadas (ENH), también conocidas como *chiringuitos financieros*, y 378 se referían a cuestiones en el ámbito de competencias de la Dirección General de Mercados (DGM) y de la Dirección General de Entidades (DGE).

Durante 2020 se publicaron 42 nuevas advertencias, dentro de la página web de la CNMV (www.cnmv.es), derivadas de información recibida a través de este canal.

De las 378 comunicaciones cuyo contenido estaba en el ámbito de competencias de la Dirección General de Mercados y la Dirección General de Entidades, 292 carecían de elementos fácticos de los que razonablemente se pudiera derivar una sospecha fundada de infracción, en la mayoría de los casos porque no estaban suficientemente fundamentadas o eran muy imprecisas, o trataban sobre cuestiones cuyo ámbito competencial correspondía en primera instancia a organismos supervisores de terceros países, lo que representa un 77 % de dichas comunicaciones.

Finalmente, si bien a 31 de diciembre de 2020 no se ha concretado la apertura de ningún expediente sancionador, en 41 ocasiones las comunicaciones recibidas han dado lugar a actuaciones de supervisión por parte de alguna dirección general de la CNMV (lo que supone un 11 % del total de las comunicaciones recibidas).

---

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.

## 7.6 Formación del inversor

### 7.6.1 Plan de Educación Financiera

La CNMV siguió dedicando durante 2020 una atención preferente a la estrategia nacional de educación financiera y ha continuado trabajando junto con el Banco de España en el desarrollo de este Plan, que ha contado con la colaboración del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

Gran parte de las acciones llevadas a cabo durante 2020 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, si bien las actividades se han tenido que adaptar a las circunstancias derivadas del COVID-19. Esto ha implicado que iniciativas que tradicionalmente se desarrollaban de manera presencial han tenido que realizarse en modalidad *on line*.

En estas circunstancias ha sido más necesaria que nunca la colaboración de todos los actores implicados en la educación financiera. La industria financiera, las empresas, las instituciones dedicadas a la investigación, las asociaciones de consumidores o el sistema educativo han jugado un papel fundamental para llegar a los distintos públicos, adaptando sus iniciativas y canales de comunicación. Su cooperación ha resultado esencial para afrontar los objetivos del Plan y aportar la capilaridad suficiente para llegar a todos los segmentos de la población y procurar incrementar sus niveles de cultura financiera.

#### **Educación financiera y decisiones de ahorro e inversión: un análisis de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF)**

RECUADRO 17

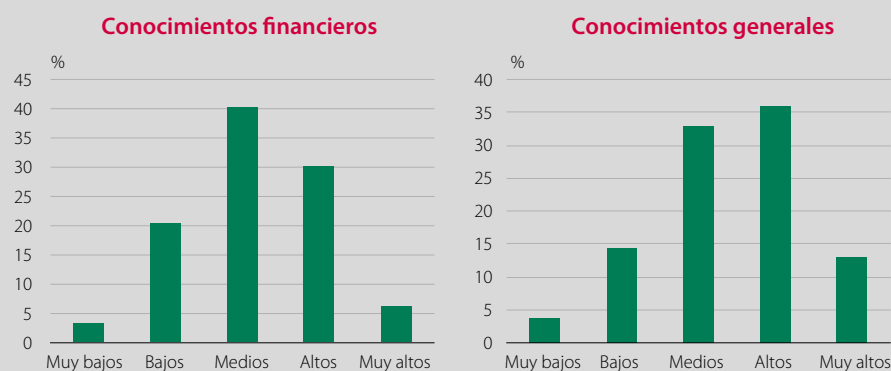
Entre 2016 y 2017, dentro del Plan de Educación Financiera, la CNMV y el Banco de España, con la colaboración del Instituto Nacional de Estadística, llevaron a cabo la Encuesta de Competencias Financieras (ECF). El principal objetivo de esta encuesta, que se compone de unas 200 preguntas realizadas a 8.554 individuos, es medir el conocimiento de la población española sobre conceptos económicos y financieros, así como su capacidad de ahorro y tenencia de productos financieros. Para analizar y explotar esta información, la CNMV ha realizado un estudio en el que, por una parte, se evalúa el nivel de conocimientos financieros de los individuos de la muestra, poniéndolos en relación con un conjunto de variables sociodemográficas y económicas disponible y, por otra parte, se trata de determinar la influencia de los conocimientos financieros en la decisión de ahorrar o de invertir en un determinado producto financiero como, por ejemplo, un fondo de inversión o un plan de pensiones. En este recuadro se presenta un resumen de las principales conclusiones de este estudio<sup>1</sup>.

En primer lugar, para cuantificar el nivel de conocimientos de los individuos, se han analizado tanto las preguntas de la ECF relacionadas con sus conocimientos financieros como algunas relativas a las capacidades cognitivas. De esta forma, a cada encuestado se le ha asignado una nota sobre conocimientos

financieros y otra sobre conocimientos generales. De acuerdo con este análisis, la nota media global en el primer caso es de 6,0 sobre 10, mientras que en el segundo es de 6,3 sobre 10. En relación con la distribución de los resultados, en el gráfico R17.1 se puede observar que un 70 % de la población muestra unos conocimientos financieros medios o altos y un 25 % unos conocimientos bajos o muy bajos, mientras que en el caso de los conocimientos generales estos porcentajes son del 69 % y del 18 %, respectivamente.

### Clasificación de los conocimientos de la población<sup>1</sup>

GRÁFICO R17.1



Fuente: ECF y CNMV. (1) Se han clasificado los conocimientos de los individuos de la muestra en cinco grupos según la nota obtenida; estos grupos se corresponden con unos conocimientos «muy bajos» (nota de 0 a 2), «bajos» (3 y 4), «medios» (5 y 6), «altos» (7 y 8) y «muy altos» (9 y 10).

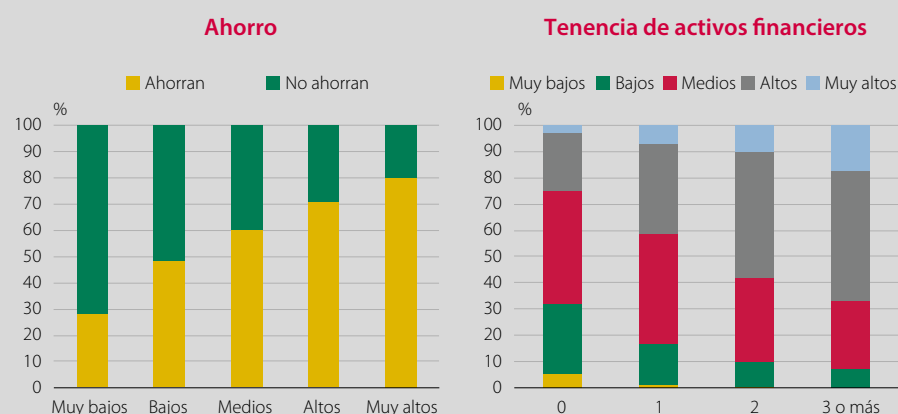
El análisis de la relación existente entre los conocimientos de la población y algunas variables demográficas y financieras revela que la franja de edad con conocimientos generales y financieros más bajos es la de las personas de mayor edad. Además, los grupos de edades inferiores tienen conocimientos más elevados, siendo las diferencias entre dichos grupos poco relevantes. También se observa que una proporción más alta de hombres (82 % frente a un 71 % de mujeres) muestra conocimientos financieros medios o superiores y que cuanto mayor es el nivel educativo completado por el individuo, mayores son sus conocimientos financieros (y generales). En el caso de la formación, los datos parecen señalar la importancia de las primeras etapas en el aprendizaje. En cuanto al nivel de ingresos, también parece observarse una relación positiva entre la renta percibida por el individuo y su nivel de conocimientos financieros, aunque esta relación no parece lineal, es decir, para grupos de personas con rentas más bajas el nivel de conocimientos es relativamente similar y lo mismo ocurre para los grupos de rentas más altas. La mayor variación de conocimientos financieros se observa al pasar de tramos de renta baja a renta media.

Por otra parte, el análisis del comportamiento del individuo respecto al ahorro muestra que, en general, los encuestados dan una importancia muy alta al hecho de ahorrar, con tan solo un 22 % de la población cuya preocupación por el ahorro es baja o moderada. No obstante, de los datos obtenidos directamente de la ECF se extrae que casi el 40 % de ellos no ha ahorrado en el último año. En cuanto a la relación entre conocimientos financieros y ahorro, en el panel izquierdo del gráfico R17.2 se puede observar la existencia de una correlación positiva entre ambas variables, es decir, a medida que aumenta la

nota obtenida, también se incrementa el porcentaje de individuos que ahorra. Un patrón muy similar se aprecia en la relación entre los conocimientos generales y el ahorro.

Entre las personas que ahorran, también se ha examinado qué y cuántos productos utilizan para canalizar ese ahorro, ya que el nivel de diversificación es un factor importante a la hora de tener una cartera lo más eficiente posible. En términos generales, se observa que la mayoría de los individuos opta por un número muy reducido de activos financieros<sup>2</sup>, que en pocos casos son más de dos. Así, por ejemplo, en el caso de los conocimientos financieros, se advierte que entre aquellos que no poseen ningún activo financiero, el 32 % se corresponde con personas con conocimientos bajos o muy bajos, mientras que este porcentaje es del 10 % y del 7 % para los grupos que poseen dos activos y tres o más, respectivamente. De forma inversa, como se observa en el panel derecho del gráfico R17.2, el porcentaje de personas con una nota financiera alta o muy alta aumenta de forma sustancial a medida que se incrementa la diversificación entre activos financieros.

### Ahorro y tenencia de activos en función de los conocimientos financieros GRÁFICO R17.2



Fuente: ECF y CNMV.

Para identificar la importancia de las competencias financieras en la toma de decisiones de ahorro e inversión por parte de los individuos, se han estimado modelos *probit* con variables instrumentales. Mediante la estimación de estos modelos se analiza cómo los conocimientos financieros determinan las actitudes de ahorro y la tenencia de diferentes productos financieros (cuentas de ahorro, planes de pensiones, fondos de inversión, acciones y renta fija) por parte de los individuos.

Los resultados más importantes de estas estimaciones se presentan en el cuadro R17.1. Estos señalan un impacto positivo de las competencias financieras en la probabilidad de participar en fondos de inversión y de adquirir acciones y títulos de renta fija, tanto públicos como corporativos. Sin embargo, no parecen influir en la propensión al ahorro, en la tenencia de cuentas de ahorro y en la suscripción de planes de pensiones. Los resultados alcanzados permiten afirmar que existe una relación de causalidad entre los conocimientos



financieros y las decisiones financieras y, además, hacen posible establecer la dirección de esta relación: los individuos con mayores conocimientos financieros tienen una mayor probabilidad de participar en los mercados financieros mediante la tenencia de acciones y títulos de renta fija y siendo partícipes de fondos de inversión. El análisis permite además identificar la relevancia de ciertas características demográficas de los individuos, como son la edad y los ingresos, en el proceso de toma de decisiones financieras. Finalmente, los resultados también señalan que las características demográficas de los individuos influyen en su nivel de conocimientos financieros, siendo destacable la existencia de una brecha de género en la cultura financiera.

### Determinantes del ahorro y la tenencia de productos financieros CUADRO R17.1

Variables	Cuenta de Ahorro	Plan de ahorro pensiones	Fondo de inversión	Acciones	Renta fija	
<b>Conocimientos financieros</b>	0,436	0,557	-0,143	0,736**	0,353***	0,844*
<b>Edad</b> (Ref. 18-34)						
35-44	-0,362***	0,055	0,758***	0,341*	0,250***	0,141
45-54	-0,569***	-0,030	1,128***	0,512**	0,497***	0,134
55-64	-0,693***	0,040	1,273***	0,660***	0,600***	0,391
65-80	-0,541***	0,344***	0,645***	1,126***	1,129***	0,539**
<b>Formación académica</b> (Ref. inferior a Primaria)						
Educ. Primaria y Secundaria	-0,282	0,017	0,708	-0,030	0,199	3,182
Bachillerato y Formación Profesional						
Profesional	-0,205	0,017	1,048	-0,033	0,550**	2,986
Universitaria	0,005	0,127	1,286*	0,023	0,752***	3,035
<b>Género</b>						
Hombre	-0,122	-0,228*	0,141	-0,265*	--	-0,237
<b>Unidad familiar</b>						
Vivir en pareja	-0,013	0,078	0,124**	-0,009	0,049	-0,194**
Vivir con hijos	-0,207***	-0,015	0,009	-0,070	0,020	-0,159*
<b>Situación profesional</b>						
Jubilado	-0,054	0,038	-0,116	-0,070	-0,112	0,021
Autónomo	-0,045	-0,028	0,294***	-0,027	0,277***	-0,035
<b>Ingresos</b> (Ref. menos de 9.000)						
14.501–26.000	0,337**	0,077	0,328***	-0,026	0,025	-0,316*
26.001–44.500	0,525***	0,229	0,591***	0,105	0,315**	-0,284
44.501–67.500	0,756***	0,205	0,857***	0,106	0,510***	-0,485
Más de 67.500	0,903***	0,353	1,067***	0,301	0,846***	-0,319
Observaciones	8.553	8.553	8.553	8.553	8.553	8.553
Wald (i)	1.340***	685***	1.103***	735***	812***	122***
Wald (ii) ( <i>p value</i> )	0,3548	0,3514	0,5345	0,2720	0,6630	0,1206

Fuente: Elaboración propia. Modelos *probit* con variables instrumentales. Variable instrumentada: conocimientos financieros; instrumentos: formación previa relacionada con la economía/empresa; más de 100 libros a los 10 años y género. Se muestran los coeficientes no estandarizados. Wald (i) es el test de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables explicativas, que se distribuye asintóticamente según  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad de las variables explicativas.

Wald (ii) es el test de exogeneidad de la variable instrumental, que se distribuye asintóticamente según  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de exogeneidad de la variable instrumental. Los modelos se han estimado con una constante; sin embargo, no se muestra en la tabla: \*  $p < 0,10$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$

- 1 Véase Ispuerto, A., Martínez, I. y Ruiz, G. «Educación financiera y decisiones de ahorro e inversión: un análisis de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF)».
- 2 Se han considerado como activos financieros las cuentas de ahorro, planes de pensiones, acciones, participaciones en fondos de inversión y activos de renta fija pública o privada.

En 2020 se avanzó en la formalización de nuevos acuerdos de colaboración. En concreto, se incorporaron al Plan de Educación Financiera el Instituto de Crédito y Finanzas de la Región de Murcia (ICREF), la Asociación de Usuarios Financieros (ASUFIN), la Cruz Roja y la Universidad Complutense de Madrid (UCM). Asimismo, se formalizó el convenio de colaboración con el Ministerio de Educación y Formación Profesional, con la finalidad de impulsar la educación financiera en las distintas etapas escolares al amparo de la nueva Ley Orgánica de Educación, así como de elaborar materiales educativos para todas las etapas educativas y fomentar la formación del profesorado. También durante 2020 se avanzó en la formalización de un convenio con el Ministerio de Consumo, que se firmó a principios de 2021, con el objetivo de mejorar la educación financiera de los colectivos vulnerables.

Por otro lado, en 2020 se iniciaron los trabajos de diseño y desarrollo del nuevo portal [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es) con la finalidad de modificar su estrategia de contenidos y arquitectura, trabajos que se concluirán próximamente.

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 2019/2020, en el que se inscribieron 517 centros educativos. Además, durante ese curso se ha celebrado la cuarta edición del Concurso de Conocimientos Financieros en modalidad completamente *on line* debido a la situación generada por la pandemia del COVID-19, en el que participaron 433 centros.

Un año más, el primer lunes del mes de octubre se celebró el Día de la Educación Financiera. En el contexto de esta celebración se desarrollaron más de 135 iniciativas (seminarios semipresenciales, publicaciones, jornadas, sitios web, etc.), en las que participaron activamente los colaboradores del Plan. El evento central de ese día fue organizado por la CNMV y se desarrolló de forma *on line*. Contó con la presencia del presidente de la CNMV, el gobernador del Banco de España, la vicepresidenta tercera del Gobierno y ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital y la ministra de Educación y Formación Profesional. En este acto tuvo lugar la final del Concurso de Conocimientos Financieros, en la que resultó ganador el colegio Santísima Trinidad, de Plasencia (Cáceres) y subcampeón el IES Río Cabe, de Monforte de Lemos (Lugo). En este evento también se entregaron los Premios Finanzas para Todos al Instituto de Estudios Financieros (IEF) y al Ayuntamiento de Barcelona.

### Foros internacionales sobre educación financiera

La CNMV participó en todos los encuentros y reuniones técnicas de la Red de Educación Financiera de la OCDE (INFE), principal foro de educación financiera a nivel mundial de la que es miembro, y se colaboró activamente en los trabajos desarrollados en ella. Asimismo, la CNMV participó como ponente en el Comité Técnico de la

OCDE del mes de octubre, en el que se debatió sobre cómo impartir educación financiera de manera efectiva a los grupos vulnerables en el contexto de crisis actual.

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 2020 ha participado de manera muy activa en el intercambio de experiencias en materia de educación financiera desarrolladas durante la pandemia por las distintas jurisdicciones. Asimismo, siguió participando en los trabajos desarrollados sobre la tramitación interna de las quejas y reclamaciones por parte de los proveedores de servicios financieros (publicado a principios de 2021) y sobre las iniciativas de educación al inversor en criptoactivos, que ha finalizado con la publicación, a finales de 2020, del informe correspondiente.

Por otro lado, la CNMV ha promovido de manera muy activa la participación de varios países de Latinoamérica (Colombia, Costa Rica, El Salvador, Panamá, República Dominicana y Uruguay) en la Semana Mundial del Inversor (WIW), iniciativa promovida por IOSCO durante los meses de octubre y noviembre de 2020.

### 7.6.2 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

Durante 2020 se reformó la Sección del Inversor de la página web de la CNMV, que actualmente se denomina «Inversores y educación financiera». Dicha sección ofrece noticias e información de interés para los inversores no profesionales, guías y recursos educativos y advertencias al público. Adicionalmente, desde esta sección los usuarios de servicios de inversión pueden formular consultas, reclamaciones y quejas.

En 2020 se publicó un nuevo título, el manual *El mercado de valores y los productos de inversión* —destinado principalmente al público universitario—, en el que se pretende recoger de una forma amena y accesible los fundamentos básicos de la inversión y de los mercados de valores. Asimismo, se han incorporado nuevos materiales y recursos en la citada sección; en concreto, vídeos, infografías y *podcasts*.

En la Sección del Inversor también se publicaron a lo largo de 2020 informaciones de interés para el inversor, tales como la relativa a las nuevas estrategias informáticas de los chiringuitos financieros, que se apropian de los datos del inversor y posteriormente tratan de operar sobre sus cuentas de valores.

## Nuevos recursos formativos para los inversores

RECUADRO 18

La rápida evolución de los mercados y las nuevas tendencias en el ámbito educativo han llevado a la CNMV a seguir realizando actividades tendentes a mejorar la formación financiera de los inversores. En este sentido, se han desarrollado nuevos recursos educativos que se han alojado en la sección de «Inversores y educación financiera» de la web de la CNMV y que se difunden periódicamente a través de redes sociales y otros canales de comunicación.

Los recursos desarrollados han sido los siguientes:

- **Nuevas guías y guías rápidas para el inversor.** Estas guías conforman la reedición de las antiguas guías y fichas del inversor e incluyen contenidos actualizados y presentados con una nueva línea gráfica más actual. Estas publicaciones buscan acercar al inversor a las principales cuestiones relacionadas con el ámbito de la inversión de una manera sencilla y didáctica. La serie está formada por un total de 10 guías y 17 guías rápidas. Las primeras son publicaciones extensas que abordan en detalle distintas materias como, por ejemplo, los derechos del inversor, los fondos de inversión y la inversión colectiva o los productos de renta fija. Las segundas son publicaciones más breves que tratan de forma sintética asuntos como las finanzas sostenibles, la actividad *fintech* o los fondos de inversión, entre otros.
- **Podcasts.** Se ha elaborado una serie de 6 *podcasts* con el objetivo de acercar materiales de educación financiera a nuevos públicos que habitualmente utilizan herramientas audiovisuales. La serie, denominada «Las cuentas que da la vida», refleja situaciones de la vida cotidiana de una familia y su relación con aspectos financieros y decisiones que toman cotidianamente. Tratan asuntos como los chiringuitos financieros, cómo conocer el perfil inversor, las diferencias entre la renta fija y la renta variable, qué es el binomio rentabilidad-riesgo y la psicología económica.

Los contenidos pueden escucharse o descargarse desde la página web de la CNMV en cualquier dispositivo móvil a través de diferentes plataformas como iVoox, Spotify, Apple Podcasts y Google Podcasts.

- **Vídeos de educación financiera.** La sección de «Inversores y educación financiera» también ha incorporado vídeos educativos y *webinars* que pueden visualizarse tanto en el apartado multimedia de esta sección como en el canal de YouTube de la CNMV.
- **Infografías.** Se ha elaborado una serie de infografías, elementos que explican de manera simplificada a través de medios visuales conceptos y contenidos de educación financiera. Durante este año se han elaborado infografías sobre MiFID II, *fintech*, finanzas sostenibles, publicidad financiera y chiringuitos financieros.
- **Quizes** o cuestionarios dinámicos, que sirven para evaluar el conocimiento sobre determinados asuntos relacionados con los mercados de valores. Estos *quizes* se destinan al público en general, se incluyen en la

sección de «Inversores y educación financiera» y se difunden a través de las redes sociales de la CNMV.

- **Newsletters.** Con el objetivo de abrir nuevos canales de comunicación al público se ha comenzado a difundir mensualmente una *newsletter* en la que se recopilan todas las piezas formativas e informativas destinadas a los inversores y al público en general.

### Conferencias y seminarios formativos

Como en años anteriores, la CNMV participó en 2020 en numerosas conferencias y seminarios formativos. Se han impartido charlas formativas sobre materias relacionadas con la protección del inversor y la educación financiera, en foros especializados como la Asociación Española Bancaria (AEB), el Consejo General de Economistas, la Unión Democrática de Pensionistas (UDP), el Instituto BME, la Asociación Española de Empresas de Asesoramiento Financiero (ASEAFI) o la Asociación de Centros Autónomos de Enseñanza Privada (ACADE).

Asimismo, se han impartido charlas formativas a jóvenes en riesgo de exclusión social y en centros educativos.

Por otro lado, la CNMV organizó dos *webinars* sobre psicología del inversor.

Además, se han difundido materias de educación financiera a través de otros medios, como la radio (Onda Regional de Murcia y Capital Radio) o prensa escrita (artículos en *Expansión* o *Fundspeople*).

La CNMV ha participado un año más en el Congreso Internacional de Educación Financiera «La Educación Financiera ante un nuevo orden económico y social», organizado en Málaga por el Proyecto Edufinet.

### Guía de competencias básicas del inversor

RECUADRO 19

La *Guía de competencias básicas del inversor* tiene como objetivo establecer un marco de conocimientos, aptitudes y habilidades básicas para inversores que facilite la toma de decisiones de inversión de una manera más consciente e informada.

Este marco está basado en los trabajos elaborados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), en los que se establece un conjunto de competencias básicas con el fin de definir los conocimientos, las actitudes y los comportamientos deseables entre los inversores minoristas.

El marco comprende siete áreas de contenido en las que los inversores deberían desarrollar sus competencias. Dichas áreas abarcan desde los principios fundamentales de la inversión y las características clave de los productos de inversión hasta los aspectos básicos que el inversor debe tener en cuenta en

el proceso de compraventa de estos productos, el seguimiento de las inversiones o sus derechos y responsabilidades como inversor.

Las competencias de cada área se dividen a su vez en tres dimensiones:

- i) Los conocimientos: la información recibida por un inversor y relativa, por ejemplo, a las comisiones, características y riesgos de los principales productos de inversión.
- ii) Los comportamientos y habilidades: hacen referencia a las acciones o la capacidad de actuar para lograr resultados positivos y el bienestar financiero como, por ejemplo, evaluar el rendimiento real de las inversiones antes de elegir un producto.
- iii) Las actitudes y motivaciones: los mecanismos psicológicos internos que podrían obstaculizar o ayudar en la toma de decisiones informadas y en el logro del bienestar financiero como, por ejemplo, la relación del inversor con el riesgo o la incertidumbre.

En la Guía se explican estas cuestiones y se advierte de que para tener una visión más amplia sobre este ámbito y acceder a unos conocimientos más extensos y profundizar en ellos, deberá recurrirse a las demás guías y recursos didácticos publicados por la CNMV.

Además, el desarrollo de las competencias recogidas en la Guía requiere la adquisición de los conocimientos pertinentes y su aplicación a la realidad de una manera efectiva y resolutiva. Asimismo, es necesario combinar los conocimientos y su aplicación práctica con la capacidad reflexiva y el autoconocimiento a fin de generar la disciplina, motivación y confianza suficientes que requiere el proceso de inversión.

## 8 Actuaciones disciplinarias

### 8.1 Expedientes sancionadores

Durante 2020 el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de siete nuevos expedientes sancionadores, en los que se imputaron un total de ocho presuntas infracciones (véanse cuadros 8.1.1 y 8.1.2). En los expedientes abiertos se contemplaba: una infracción por la incorrecta comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, una por incumplimiento de obligaciones de información por parte de sociedades emisoras, dos por abuso de mercado (manipulación de mercado), una por incumplimiento de la reserva de actividad, dos por incumplimiento de normas de conducta en la relación con clientes o inversores y una por vulneración de la normativa general sobre IIC.

Los acuerdos de incoación de estos expedientes incorporaban propuestas de multas por un importe total de 2.840.000 euros.

La disminución en el número de expedientes incoados en este año con respecto a los del ejercicio anterior (7 en 2020 frente a 18 en 2019) tiene su causa directa en la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19, y la declaración de estado de alarma derivada de esta, que supuso la práctica paralización de la actividad administrativa relativa a la incoación de nuevos expedientes sancionadores desde el 14 de marzo hasta el 1 de junio de 2020.

#### Expedientes abiertos y concluidos

CUADRO 8.1.1

	2019	2020
<b>N.º expedientes abiertos</b>	<b>18</b>	<b>7</b>
<b>N.º expedientes concluidos</b>	<b>17</b>	<b>13</b>
De los cuales:		
abiertos en 2006	1	–
abiertos en 2014	–	1
abiertos en 2017	1	–
abiertos en 2018	9	–
abiertos en 2019	6	9
abiertos en 2020	–	3

Fuente: CNMV.

## N.º de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores

CUADRO 8.1.2

	Abiertos		Cerrados	
	2019	2020	2019	2020
<b>Infracciones muy graves</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>13</b>
I. No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas u operaciones de autocartera	6	1	4	2
II. Incumplimiento en materia de sociedades emisoras	1	1	1	–
III. Incumplimiento de reserva de actividad	1	1	–	–
IV. Incumplimiento de normas de conducta	4	2	–	8
V. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	3	–	1	2
VI. Incumplimiento de la normativa general de las ECR	1	–	2	–
VII. Incumplimiento de la normativa general de las PFP	–	1	–	–
VIII. Incumplimiento de la normativa general de las IIC	–	–	–	–
IX. Incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto	1	–	–	1
X. Manipulación de mercado	–	1	–	–
XI. Información privilegiada	–	–	1	–
<b>Infracciones graves</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>7</b>
I. Incumplimiento en materia de información anual de sociedades emisoras	–	–	2	–
II. Incumplimiento en materia de comisión de auditoría de sociedades emisoras	–	–	8	–
III. Incumplimiento en materia de abuso de mercado	–	–	1	–
IV. Incumplimiento de normas de conducta	1	–	–	1
V. Incumplimiento de la normativa general de las ESI	–	–	–	–
VI. Incumplimiento de la normativa general de las IIC	1	–	2	–
VII. Incumplimiento de la normativa general de las PFP	–	–	1	–
VIII. Incumplimiento de la reserva de actividad	1	–	–	1
IX. Información privilegiada	–	–	–	–
X. Manipulación de mercado	5	1	6	5
<b>Infracciones leves</b>	<b>1</b>	<b>–</b>	<b>1</b>	<b>–</b>

Fuente: CNMV.

En el curso del ejercicio, la CNMV acordó 14 resoluciones sancionadoras que concluyeron 13 expedientes (1 iniciado y suspendido parcialmente —con respecto a 2 infracciones— en 2014, tras levantarse la suspensión al haber recaído en 2018 resolución judicial firme en el procedimiento penal relacionado con él, 9 iniciados en 2019 y 3 en 2020). Dichas resoluciones incluían 20 infracciones.

En cuatro de estos expedientes los presuntos infractores se acogieron a los supuestos de terminación anticipada previstos en el artículo 85 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, que permite la terminación del procedimiento mediante el reconocimiento voluntario de responsabilidad por el presunto infractor o mediante pago voluntario con la aplicación de las reducciones que, sobre las multas pecuniarias, prevé este precepto.

No obstante lo anterior, debido a la suspensión de los plazos administrativos dispuesta en la declaración del estado de alarma anteriormente referido, y sin perjuicio del diverso plazo de tramitación de cada expediente en atención a su complejidad, en este ejercicio se ha incrementado el plazo medio de tramitación a 11 meses.



En el cuadro 8.1.2 figura la naturaleza de las infracciones tratadas en expedientes concluidos en 2020 y en el anexo estadístico III.2 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 27 multas, por un importe de 9,03 millones de euros, y 2 sanciones de separación del cargo con inhabilitación por un periodo global de 10 años.

### Sanciones impuestas

CUADRO 8.1.3

	2019			2020		
	N.º	Importe <sup>1</sup>	Periodo <sup>2</sup>	N.º	Importe <sup>1</sup>	Periodo <sup>2</sup>
I. Multa	39	3.931	-	27	9.030	-
II. Separación/inhabilitación general	-	-	-	2	-	10

Fuente: CNMV. (1) Miles de euros. (2) Años.

El **registro público de sanciones** incorporó en 2020, una vez ganaron firmeza administrativa, diversas resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves, con multas por un importe total de 6.916.000 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 importe total de 4.990.000 euros.

## 8.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones

En 2020 se interpusieron 7 recursos de alzada ante el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital contra resoluciones sancionadoras, 1 de los cuales fue desestimado en el mismo ejercicio. Además, el Ministerio dictó 13 resoluciones desestimatorias y 1 parcialmente estimatoria —que supuso la reducción de la sanción impuesta por la CNMV— en sendos recursos interpuestos en 2019, todos ellos en materia sancionadora.

En vía judicial, en 2020 se interpusieron 20 recursos contencioso-administrativos, 11 de ellos contra resoluciones sancionadoras. De los restantes recursos, 4 están relacionados con la autorización de una opa, 2 se formularon contra el acuerdo de autorización de exclusión de negociación de las acciones de la entidad objeto de la opa impugnada, 1 contra el acuerdo de revocación de la autorización de una plataforma de financiación participativa (PFP) y 1 contra el acuerdo de archivo de una denuncia. Finalmente, el último recurso se interpuso contra una resolución del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, que inadmitió por extemporánea una reclamación de responsabilidad patrimonial.

Por lo que respecta a las resoluciones judiciales dictadas en 2020, un total de diez se refieren a expedientes sancionadores, todas resueltas en sentido favorable a la CNMV. En concreto, la Audiencia Nacional desestimó siete recursos contencioso-administrativos que conllevaron la íntegra confirmación de las resoluciones sancionadoras impugnadas, si bien contra dos de ellas se han interpuesto sendos recursos de casación, aún no resueltos. Por su parte, el Tribunal Supremo dictó dos autos de inadmisión y una sentencia desestimatoria que supusieron, igualmente, la ratificación de las sanciones impuestas (véanse cuadro 8.2.1 y anexo III.3).

En cuanto a las tres resoluciones dictadas por los tribunales en recursos interpuestos contra resoluciones no sancionadoras, todas refrendaron la actuación de la CNMV. La Audiencia Nacional desestimó dos recursos contencioso-administrativos: el primero, interpuesto contra el anuncio de licitación y el pliego de cláusulas administrativas de un expediente de contratación, y el segundo, contra el acuerdo de archivo de una denuncia, este último recurrido en casación. Asimismo, el Tribunal Supremo estimó el recurso de casación interpuesto por la CNMV contra una sentencia dictada por la Audiencia Nacional en 2019, que estimó el recurso contencioso-administrativo interpuesto contra el acuerdo de autorización de una opa. La sentencia de la Audiencia Nacional fue anulada y el Tribunal Supremo confirmó el acuerdo adoptado por la CNMV.

Asimismo, en cumplimiento del principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a jueces y tribunales, los expertos de la CNMV prestaron asistencia, en el ejercicio de sus funciones, a jueces y tribunales de toda índole. El número de solicitudes de colaboración recibidas en 2020 (125) disminuyó respecto del total de las cursadas en el ejercicio anterior (216). 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 (81) 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 2020

CUADRO 8.2.1

	Interpuestos	Resueltos
<b>Recursos administrativos</b>	<b>7</b>	<b>15</b>
Alzada	7	15
Reposición	–	–
<b>Recursos contencioso-administrativos/casación</b>	<b>20</b>	<b>13</b>
	<b>Solicitudes tramitadas</b>	
<b>Colaboración con tribunales</b>		<b>125</b>

Fuente: CNMV.

### 8.3 Denuncias

Durante el año 2020 se presentó en la CNMV un escrito que fue calificado como denuncia administrativa, relativa al presunto incumplimiento de la normativa de abuso de mercado, en particular sobre la posible transmisión ilícita de información privilegiada, unido a la posible manipulación informativa, todo ello relacionado con una sociedad cotizada.

Por lo que respecta al estado de tramitación a 31 de diciembre de 2020, dada la amplitud de la documentación aportada, la complejidad de la materia y el extenso número de personas y entidades implicadas, se encontraba pendiente de resolución definitiva.

**La actuación de la CNMV  
en los mercados de valores**  
Actuaciones disciplinarias



Un año más, la actividad internacional ha sido intensa y relevante, algo por otra parte natural dada la importancia que tiene la cooperación entre reguladores y supervisores de todo el planeta, por una parte, para fijar estándares o legislación armonizados para abordar desafíos comunes o muy similares y, por otra, en la supervisión y en la persecución de conductas inapropiadas o prohibidas. Esto es particularmente relevante en el espacio de la Unión Europea y muy especialmente de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), en la que la CNMV contribuye activamente. Pero también lo es en la participación de la CNMV en los trabajos de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) o la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), además de otras organizaciones de cooperación a nivel regional.

Esta actividad ha tenido más relevancia, si cabe, a raíz de la pandemia del COVID-19, que se extendió a nivel mundial a partir del primer trimestre del año y que ha dado lugar a una multiplicación sin precedentes de los trabajos de todos los organismos mencionados, los gobiernos y organismos de cooperación multilateral para coordinar, intercambiar pareceres y compartir estrategias a fin de hacer frente a los continuos desafíos a los que el impacto de la pandemia en la economía real y, por ende, en los mercados financieros ha dado lugar. También es de destacar la importancia que todos los organismos y organizaciones están asignando al aspecto de la sostenibilidad, tanto en la industria y en la práctica de las instituciones financieras como en la propia de la regulación y las actividades de supervisión. Este aspecto está definitivamente incorporado en la práctica diaria de los supervisores y, por tanto, es uno de los aspectos relevantes en la actividad internacional.

### **Sostenibilidad financiera: ESMA, IOSCO y el papel de la CNMV en ambos organismos**

RECUADRO 20

En los últimos años, las finanzas sostenibles han experimentado un notable auge en el ámbito internacional, en el que se han multiplicado distintas iniciativas que pretenden establecer un marco común generalmente aceptado que sienta las bases de la información que publican los distintos actores del mercado (emisores, gestores de activos, inversores institucionales, índices de referencia, agencias de calificaciones de sostenibilidad, proveedores de datos de sostenibilidad...). En línea con esta tendencia, tanto como la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) han contribuido a este desarrollo internacional en el que la CNMV ha colaborado activamente.

En el caso de ESMA, y bajo el impulso de su Comité de Coordinación de Sostenibilidad, presidido por la vicepresidenta de la CNMV, se inició el año 2020

concretando la Estrategia de Finanzas Sostenibles, cuyo contenido se fijó en torno a las siguientes prioridades: i) completar el marco regulatorio de las obligaciones de transparencia establecidas en el 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; ii) informar sobre las tendencias, riesgos y vulnerabilidades de las finanzas sostenibles; iii) analizar los riesgos financieros originados por el cambio climático; iv) promover la convergencia supervisora entre los supervisores nacionales para prevenir malas prácticas como el blanqueo ecológico; v) fomentar la transparencia y la calidad de la información no financiera; vi) participar en la Plataforma de la Unión Europea de Finanzas Sostenibles; vii) supervisar la adherencia de las agencias de calificación crediticia a las Directrices sobre factores de sostenibilidad, y viii) aceptar cualquier nuevo mandato relacionado con la sostenibilidad.

A lo largo del año, ESMA participó en varias consultas públicas de la Comisión Europea (CE), como las realizadas con motivo de la Estrategia Renovada de Finanzas Sostenibles, la revisión de la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, sobre información no financiera y diversidad, y la creación de un estándar europeo para la emisión de bonos verdes. En todas estas consultas, ESMA se mostró a favor de seguir avanzando en la implementación del Plan de acción para la financiación de un crecimiento sostenible de la CE con el fin de mejorar la transparencia de la información no financiera, facilitar el acceso a dicha información y promover la protección del inversor haciendo frente a prácticas como la del blanqueo ecológico.

Así mismo ESMA ha proporcionado orientación a los mercados a falta de desarrollo de normas de nivel 2 del Reglamento 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los índices de referencia climáticos, en concreto, de los actos delegados de la CE que debían desarrollar varias obligaciones contenidas en dicho reglamento. En este sentido, en abril de 2020 publicó una *no action letter* (aparte de la opinión enviada a la CE) en la que advertía de la dificultad de implementar las nuevas obligaciones establecidas por el nivel 1 mientras no se desarrollasen los actos delegados y de cumplir con ellas. Por este motivo, recomendó a las autoridades nacionales competentes que no centrasen su labor supervisora en el cumplimiento de las mencionadas obligaciones.

En el ámbito internacional, ESMA asumió la dirección, junto con la Financial Services Authority de Japón, de un grupo de trabajo integrado en la Sustainability Task Force (STF) de IOSCO y dedicado al análisis y la mejora de la información sobre sostenibilidad publicada por las agencias de calificación crediticia, las agencias de calificaciones ASG (ambiental, social y de gobernanza) y otros proveedores de datos.

ESMA cerró el año con su respuesta a la consulta pública de la Fundación de los Estándares Internacionales de Reportes Financieros (en adelante, la Fundación) sobre la creación de estándares internacionales de sostenibilidad y una estructura paralela y similar a la existente dentro de la Fundación para las normas internacionales de contabilidad. La respuesta de ESMA fue

positiva, aunque se puso de manifiesto la necesidad de tener en cuenta las peculiaridades de aquellas jurisdicciones que ya cuentan con marcos legales específicos en materia de sostenibilidad financiera. Además ESMA señaló como una noción clave a tener en cuenta el principio de la doble materialidad para lograr integrar el principio de transparencia y la protección del inversor.

Como integrante del Comité Mixto de las Autoridades Supervisoras Europeas, ESMA ha desarrollado una importante labor regulatoria para cumplir los mandatos conferidos por los Reglamentos de Divulgación y Taxonomía, cuyo objeto es detallar ciertas obligaciones para que los inversores institucionales publiquen información sobre diversos aspectos de sostenibilidad. En febrero de 2021, el Comité Mixto remitió un informe a la CE con el proyecto de normas técnicas regulatorias que desarrollan los mandatos del Reglamento de Divulgación y parcialmente los del Reglamento de Taxonomía.

Otro organismo internacional que ha destacado por su actividad en materia de sostenibilidad en 2020 es IOSCO, en el que la CNMV preside uno de los grupos de trabajo de la Sustainable Finance Network (SFN), compuesta por 40 reguladores y supervisores de los mercados financieros, que en abril de 2020 publicó el informe *Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO*. Este documento es el resultado del estudio y análisis de las principales iniciativas nacionales e internacionales en el ámbito de las finanzas sostenibles llevadas a cabo tanto por el sector público como el privado en 35 jurisdicciones hasta el momento de su publicación. Las principales conclusiones del informe subrayan: i) la existencia de una gran variedad de marcos y estándares para elaborar información sobre sostenibilidad, lo que no favorece la comparabilidad de la información, ii) la falta de una taxonomía o de un conjunto de definiciones comunes para las actividades sostenibles y iii) la existencia del fenómeno del *greenwashing* y otras cuestiones que afectan a la protección del inversor.

Para profundizar en estas cuestiones, IOSCO estableció en la primavera de 2020 la STF, en la que se integran tres grupos de trabajo y cuya función es realizar un análisis pormenorizado de la información sobre sostenibilidad que proporcionan: i) los emisores, ii) los gestores de activos y iii) las agencias de calificación crediticia, las agencias de calificación ASG (*ESG rating agencies*) y otros proveedores de datos.

La CNMV ostenta una de las vicepresidencias de la SFN y de la STF y además copreside con el regulador del Reino Unido, la Financial Conduct Authority (FCA), el grupo que está analizando la información que proporcionan los emisores y que se propone impulsar la adopción de unas normas únicas que permitan que la información publicada sea comparable y responda a unos criterios comunes.

Adicionalmente, en diciembre de 2020 IOSCO publicó su respuesta a la consulta pública de la Fundación sobre la conveniencia de emitir estándares internacionales de sostenibilidad y sobre la creación de un consejo y una estructura paralela a la ya existente en la Fundación respecto de las normas internacionales de contabilidad para dichos estándares. La respuesta de IOSCO, que forma parte de la estructura de gobierno de la Fundación por

medio del Monitoring Board, fue positiva y en ella se instaba a la Fundación a tener en cuenta, entre otros, diversos factores que podrían contribuir al éxito de la iniciativa, como la consideración de los procesos de diligencia debida, de gobernanza independiente, de fuentes de financiación adecuada o de recursos humanos especializados. También se apremiaba a la Fundación para que tuviese en cuenta el trabajo realizado hasta la fecha por la Alliance of Standard Setters y, en concreto, el modelo de prototipo para la emisión de un estándar para preparar información financiera relacionada con el clima, publicado por dicha organización también en diciembre de 2020.

Por su trascendencia, es preciso destacar el comunicado publicado por IOSCO, en el que se subraya la urgente necesidad de contar con un único marco de estándares de sostenibilidad para favorecer la publicación de información no financiera comparable, homogénea y de calidad por parte de los emisores. IOSCO hace pública su intención de seguir en estrecho contacto con la Fundación y la Alliance of Standard Setters y anuncia la creación de un comité consultivo que permitirá la coordinación entre unos estándares de información financiera sobre sostenibilidad más básicos, que operarán como un mínimo común basado en el concepto de creación de valor para la empresa, y otros más elaborados, que van más allá de la mera noción de creación de valor para dar cabida a ideas como la de la doble materialidad, que implica tener en cuenta, además de la materialidad financiera, el impacto de la propia empresa sobre el medio ambiente y la sociedad.

Se espera que a lo largo de 2021 y 2022 la STF publique varios informes correspondientes al trabajo desarrollado por sus tres grupos de trabajo.

En lo que sigue se comentan con cierto detalle las actividades y programas desarrollados en Europa por ESMA y el ESRB, y a nivel global por IOSCO y el FSB, y en los que la CNMV ha intervenido activamente, contribuyendo a las respuestas coordinadas que se han ido configurando y que han hecho que los efectos de la pandemia sobre la estabilidad financiera no tuvieran el impacto devastador que podía haberse esperado en ausencia de ellas.

De manera muy especial, y en primer lugar, se pone énfasis en la respuesta que ha dado y sigue dando ESMA, en la que la CNMV tiene un papel muy relevante, con un incremento notable en sus trabajos de análisis, cooperación supervisora y consideración de respuestas regulatorias, pero también en la más general del ESRB.

## 9.1 Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

2020 ha resultado un año especialmente intenso para ESMA, ya que además de sus tareas habituales —redacción de un código normativo único, evaluación de riesgos, promoción de la convergencia supervisora y supervisión directa de determinadas entidades—, su actividad se ha visto marcada por la crisis derivada de la pandemia provocada por el COVID-19, la salida del Reino Unido de la Unión Europea, el nuevo plan de acción para la Unión de los Mercados de Capitales y su participación en las revisiones normativas que la Comisión Europea tiene programadas en el ámbito del mercado de valores.



La pandemia ocasionada por el COVID-19 ha tenido un impacto importante en los mercados de capitales, sobre todo durante los primeros meses y, en consecuencia, también en la actividad de ESMA.

### Programa de trabajo de ESMA para 2021

RECUADRO 21

El 2 de octubre de 2020 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó su **Programa de trabajo para 2021**<sup>1</sup>, que responde a objetivos como el desarrollo de una base amplia de inversores minoristas que sustente la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), la promoción de las finanzas sostenibles y los mercados orientados al largo plazo, las oportunidades y los riesgos de la digitalización, el fortalecimiento del papel de la Unión Europea (UE) en los mercados de capitales globales y garantizar un enfoque proporcionado de la regulación. Asimismo, esta autoridad trabajará para hacer frente a los retos planteados por el *brexit* y llevará a cabo acciones en respuesta al impacto provocado por la pandemia, la cual también ha llevado a retrasar a 2021 actividades que estaban planeadas para 2020. Por otro lado, 2021 será el año en el que ejecutará de manera plena las nuevas competencias y tareas encomendadas tras la revisión de su reglamento. Igualmente, ESMA continuará asistiendo a la Comisión Europea (CE) en las tareas relativas al plan de acción de la UMC, la estrategia de finanzas sostenibles renovada, la nueva estrategia de finanzas digitales y el plan de acción de *fintech*.

En el ámbito de la **convergencia supervisora**, ESMA se centrará en 2021 en el establecimiento de una cultura de supervisión común basada en la identificación y gestión de riesgos y centrada en los resultados. Las acciones se priorizarán mediante una identificación reforzada de los riesgos de supervisión y de la recopilación de datos con el objetivo de establecer las áreas de mayor riesgo o problemas para la protección de los inversores, la estabilidad financiera y el funcionamiento ordenado de los mercados. En concreto, continuará impulsando la convergencia en las siguientes áreas: i) coordinación de las actuaciones que lleven a cabo las autoridades nacionales competentes respecto de las dos prioridades estratégicas de supervisión identificadas para los próximos tres años (rendimiento y costes de los productos de inversión dirigidos a clientes minoristas, y calidad de los datos del mercado); ii) el riesgo de liquidez de los fondos y el uso de herramientas de gestión de liquidez como continuación al trabajo realizado en 2020 en el contexto del COVID-19; iii) los costes y las rentabilidades de los productos de inversión minorista, en particular en el área de fondos; iv) la calidad y uso de la información de los diferentes regímenes de divulgación, y v) la supervisión de las obligaciones de divulgación de los datos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), así como el uso de esta información por los participantes en los mercados. Adicionalmente, esta autoridad contribuirá a la aplicación coherente de los cambios introducidos por EMIR Refit y EMIR 2.2. Por último, realizará evaluaciones entre pares sobre la supervisión de las actividades transfronterizas de las empresas de servicios de inversión, cómo las autoridades nacionales competentes han gestionado la relocalización de empresas del Reino Unido a la UE de los 27 en el contexto del *brexit*, la supervisión de entidades de contrapartida central (ECC) y depositarios centrales de valores, y el procedimiento de aprobación de folletos.

En el ámbito de la **evaluación de los riesgos**, ESMA se centrará en 2021 en integrar la innovación financiera y los factores ASG en su análisis de riesgos, al igual que en el uso de los datos en la supervisión, y continuará vigilando tanto el impacto de la pandemia en los mercados como el final del periodo transitorio en el marco del *brexit*.

En el ámbito del **código normativo único**, ESMA trabajará en 2021 en la revisión de MiFID II y AIFMD, a la vez que estudiará cuáles son las modificaciones normativas que se precisan para una UMC más integrada, aumentar el atractivo de los mercados de la UE y promover las finanzas sostenibles o la proporcionalidad. Asimismo, reexaminará las normas técnicas relevantes para adaptarlas a las modificaciones introducidas por la revisión del Reglamento EMIR.

En el ámbito de su **actividad de supervisión directa**, ESMA se centrará en 2021 en la supervisión de las ECC de terceros países consideradas como infraestructuras de mercado críticas conforme a EMIR 2.2 y se preparará para asumir los mandatos derivados del Reglamento de índices de referencia y de proveedores de suministro de servicios de datos. Además, continuará con la supervisión directa de las agencias de calificación crediticia, los registros de operaciones y los registros de titulaciones.

1 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma20-95-1273\\_2021\\_annual\\_work\\_programme.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma20-95-1273_2021_annual_work_programme.pdf)

Desde el inicio su estrategia se ha centrado en realizar un seguimiento de la evolución del mercado con el fin de detectar posibles riesgos en la supervisión derivados del nuevo contexto, así como en reforzar su actividad de coordinación promoviendo un mayor intercambio de información entre las autoridades nacionales competentes (ANC). Por este motivo, ESMA celebró reuniones de la Junta de Supervisores con una periodicidad semanal en los meses de marzo y abril y 2020.

Otra línea de actuación importante de ESMA durante la pandemia ha sido la de facilitar la continuidad del negocio de las empresas del sector ante tan difíciles circunstancias. En este sentido, ha publicado varias declaraciones a lo largo de 2020 con la intención de coordinar la actuación de las ANC en relación con posibles retrasos en la entrega de determinados informes por parte de las compañías cotizadas o las entidades del sector. Por ejemplo, en el marco de la Directiva sobre Transparencia, esta autoridad publicó en marzo que había acordado con las ANC la no priorización de la actuación de supervisión respecto a la fecha de publicación de los informes anuales y semestrales, siempre que los emisores de las compañías cotizadas los publicasen no más tarde de dos meses o un mes respecto del calendario original, respectivamente. En este sentido, también se pronunció en otras declaraciones respecto a la información a publicar por las gestoras de fondos o sobre mejor ejecución por parte de los centros de negociación y empresas de servicios de inversión. Asimismo, ESMA, en línea con otras organizaciones e instituciones, pospuso la fecha para responder a sus consultas públicas.

En el ámbito de la **gestión de activos**, una de las principales preocupaciones de ESMA, sobre todo durante los primeros meses de la crisis, ha sido la liquidez de los fondos. Con el fin de poder detectar con suficiente antelación desfases a escala

transfronteriza esta autoridad ha fomentado un intercambio de información periódico entre las ANC a este respecto. Además, a raíz de una recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por su acrónimo en inglés) sobre los riesgos de liquidez en los fondos, ha coordinado a lo largo de 2020 un ejercicio de supervisión cuyo objetivo ha consistido en evaluar el nivel de preparación de los fondos con carteras compuestas por activos menos líquidos, como la deuda corporativa y los activos del mercado inmobiliario, ante posibles evoluciones adversas de los mercados. Una de las principales conclusiones que se desprende del informe final de ESMA sobre la recomendación del ESRB, publicado en noviembre, ha sido la importancia de que las sociedades gestoras deben mejorar la alineación de las estrategias de inversión de sus fondos y sus políticas de reembolso. También que las autoridades nacionales competentes tienen que ser proactivas en la supervisión de los fondos —en cuanto a la alineación de la estrategia, el perfil de liquidez y los reembolsos, la evaluación de los riesgos de liquidez o los procesos de valoración en un contexto de incertidumbre—.

En el ámbito del **Reglamento de ventas en corto**, es importante destacar la medida adoptada por ESMA de reducir temporalmente el umbral de la obligación de comunicar posiciones cortas netas a las ANC de un 0,2 % a un 0,1 % del capital, emitido siempre que se trate de acciones admitidas a negociación en un mercado regulado. Esta decisión, además, fue renovada en varias ocasiones a lo largo de 2020 dadas las circunstancias. Asimismo, esta autoridad también ha emitido opiniones favorables respecto de las medidas adoptadas por las ANC en el marco del COVID-19 sobre limitaciones a la operativa en corto. Las ANC que adoptaron medidas en este sentido han sido la italiana (CONSOB), la francesa (AMF), la belga (FSMA), la griega (HCMC), la austriaca (FMA-Austria) y la CNMV.

En el ámbito de **MiFID II/MiFIR**, ESMA ha aclarado mediante varias declaraciones la interpretación de algunos aspectos de esta norma, ante el nuevo contexto provocado por la pandemia. Por ejemplo, en una de ellas recomendó a los participantes de los mercados financieros cómo proceder en caso de no conseguir cumplir con la obligación de grabar las conversaciones telefónicas con clientes sobre órdenes. Asimismo, en otra declaración, publicada en mayo, alertó a los clientes minoristas de los riesgos que podía entrañar la negociación, dada la volatilidad de los mercados en esos momentos, y a los participantes en los mercados financieros les recordó su obligación de cumplir con las normas de conducta recogidas en MiFID II.

En el ámbito de las **obligaciones de los informes financieros** a las que están sujetas las compañías cotizadas, ESMA ha publicado varias declaraciones, entre las que destacan recomendaciones sobre cómo reflejar los efectos del COVID-19 en los informes financieros semestrales e intermedios, cómo aplicar la norma contable IFRS 9, relativa a los instrumentos financieros en relación con el cómputo de posibles créditos fallidos, o cómo ajustar e incluir nuevas medidas alternativas de rendimiento (*alternative performance measures*) al tener en cuenta el impacto del COVID-19.

En el marco de las **técnicas de mitigación de riesgos** para derivados extrabursátiles no compensados centralizadamente, es importante destacar el acuerdo adoptado por las autoridades europeas de supervisión en mayo, en línea con lo acordado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, de retrasar en un año la fecha de aplicación de las dos fases de implementación restantes con relación a los requisitos relativos a las garantías adicionales (*bilateral margins*).

También es importante destacar que, en lo que respecta a la **disciplina en la liquidación**, ESMA publicó en agosto un informe final con la norma técnica pertinente proponiendo finalmente como fecha de aplicación del Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 de la Comisión, de 25 de mayo de 2018, que desarrolla esta materia —en particular, medidas para prevenir e identificar incidencias en la liquidación— el 1 de febrero de 2022, a iniciativa de la Comisión Europea.

Por último, cabe mencionar el análisis y seguimiento que ha llevado a cabo ESMA durante 2020 sobre el impacto que ha tenido la crisis provocada por la pandemia en las calificaciones crediticias y, en general, sobre cómo ha afectado a la estabilidad financiera.

### Revisiones normativas

Como es conocido, la Comisión Europea revisa periódicamente la normativa aplicable a los mercados de capitales con el objetivo, en primer lugar, de evaluar si mediante su aplicación se han alcanzado los objetivos propuestos y, en segundo lugar, si es necesario realizar modificaciones normativas para mejorar el funcionamiento de los mercados, la protección al inversor o la estabilidad financiera.

A lo largo de 2020, ESMA ha prestado asesoramiento con relación a distintas iniciativas de revisión que la Comisión está llevando o tiene previsto llevar a cabo próximamente. Se mencionan, a continuación, sus trabajos más destacados en este respecto.

En el ámbito de **MiFID II/MiFIR**, ESMA ha continuado trabajando durante 2020 en la evaluación del impacto que ha tenido la aplicación de ciertas disposiciones en cumplimiento de diversos mandatos recogidos en ambas normas. Es importante destacar que algunas de las recomendaciones incluidas en los informes finales o asesoramientos que esta autoridad ha enviado a la Comisión Europea se han tenido ya en cuenta en el paquete de recuperación que con ocasión de la crisis provocada por la pandemia, conocido por su denominación en inglés como *Quick-fix Recovery Package*, ha sido recientemente adoptado por los colegisladores (véase recuadro 26). El resto de recomendaciones y observaciones también informarán la revisión que de estas normas tiene previsto realizar la Comisión durante 2021.

En línea con lo comentado, en el área de **mercados** esta autoridad se ha centrado fundamentalmente en analizar si mediante la aplicación en la práctica de las obligaciones de transparencia se ha conseguido alcanzar los objetivos perseguidos por la normativa.

En concreto, en julio ESMA publicó dos informes en los que recomienda a la Comisión Europea una simplificación del régimen, a la vez que mejorar el nivel de transparencia que se pone a disposición de los participantes en los mercados.

El primero trata sobre el régimen de transparencia aplicable a las acciones e instrumentos financieros asimilados a las acciones (*equity-like financial instruments*), el mecanismo de doble limitación del volumen máximo y la obligación de negociación de acciones, y entre sus recomendaciones destacan las siguientes: i) restringir el uso de las exenciones por precio de referencia (*reference price waivers*) a las órdenes de gran tamaño; ii) incrementar las obligaciones mínimas de cotización de los interanalizadores sistemáticos y revisar la metodología para calcular el tamaño estándar

del mercado que los obliga a la publicación de las cotizaciones, y iii) simplificar el mecanismo de doble limitación del volumen máximo (*double volume cap mechanism*) eliminando el umbral relativo a que la negociación de un instrumento financiero en un centro de negociación sujeto a las exenciones denominadas, en inglés, *reference price* y *negotiated trades* no supere el 4 % del volumen total de negociación de dicho instrumento realizado en todos los centros de negociación de la Unión durante los 12 meses anteriores.

El segundo versa sobre las obligaciones de transparencia relacionadas con la prenegociación exigibles a los internalizadores sistemáticos cuando se trate de instrumentos financieros distintos de las acciones e instrumentos financieros asimilados a las acciones, y entre sus propuestas cabe destacar las siguientes: i) mantener la obligación de publicar la cotización en instrumentos líquidos y eliminarla para los ilíquidos, y ii) armonizar la publicación de las cotizaciones de acciones e instrumentos financieros que no sean acciones.

En septiembre ESMA publicó el informe enviado a la Comisión Europea sobre el régimen de transparencia aplicable a los instrumentos financieros distintos de las acciones e instrumentos financieros asimilados a las acciones (productos estructurados, derivados, renta fija y derechos de emisión), así como sobre la obligación de negociación de derivados, en el que concluye que la regulación actual es excesivamente compleja, lo que ha limitado su eficacia. En consecuencia, con el fin de mejorar el régimen existente sugiere, entre otras, las siguientes propuestas: i) la eliminación de las exenciones relacionadas con el umbral relativo al tamaño específico del instrumento y una posible disminución del umbral para operaciones de gran volumen; ii) alternativas para incrementar el número de bonos sujetos a transparencia, y iii) la revisión y simplificación del régimen de retrasos en la publicación de las transacciones.

Además, en abril ESMA publicó un informe sobre la revisión del régimen de límites de posición y la gestión de posiciones en los mercados de derivados sobre materias primas. En él esta autoridad proponía a la Comisión, entre otras cuestiones, restringir la normativa sobre límites de posición a los contratos de derivados sobre materias primas críticos o más significativos, así como mejorar los controles de los centros de negociación sobre la gestión de posiciones mediante modificaciones concretas del nivel 2.

En el área de la **protección al inversor**, cabe destacar el asesoramiento técnico dirigido a la Comisión Europea, publicado en abril, sobre el impacto que ha tenido en la práctica la aplicación del régimen de incentivos, así como el de las obligaciones de divulgación relativas a costes y cargas derivados en el marco de MiFID II. En él ESMA recomienda a esta institución una evaluación de las repercusiones que el régimen de incentivos ha supuesto en la distribución de los productos de inversión dirigidos a clientes minoristas, además del efecto que su prohibición podría tener en los modelos de distribución existentes en la Unión Europea. También sugiere algunas modificaciones concretas que faciliten a los clientes la comprensión de este concepto, al igual que reforzar la obligación de informar sobre los incentivos que responden a un aumento en la calidad de los servicios prestados. En cuanto a las obligaciones de divulgación relativas a los costes y cargas, ESMA propone modificar la normativa con el fin de incluir una opción que permita a las contrapartes elegibles solicitar no recibir esta información tanto *ex ante* como *ex post*. Asimismo, plantea hacer extensible esta opción para los inversores profesionales, lo sean tanto *per se*

como a solicitud, cuando se trate de servicios distintos al asesoramiento financiero o la gestión discrecional de carteras.

En el ámbito de la **gestión de activos**, y en previsión de la revisión que la Comisión Europea tiene programado realizar próximamente de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por su acrónimo en inglés), ESMA dirigió una carta a esta institución en agosto, en la que la informaba sobre 19 áreas susceptibles de posibles modificaciones o mejoras. De hecho, la Comisión las tuvo en cuenta en la consulta que lanzó en octubre sobre la revisión de esta norma, la cual finalizó en enero de este año.

Entre sus propuestas, una de las que ha provocado mayor controversia en el sector ha sido la relativa a la delegación de funciones de gestión de inversiones, en particular cuando esta tenga lugar en entidades establecidas en terceros países, lo cual ha alcanzado mayor relevancia si cabe tras la salida del Reino Unido de la Unión Europea. En concreto, ESMA ha solicitado a la Comisión Europea que aclare los supuestos en los que cabe entender que las sociedades gestoras cumplen con el requisito exigido en esta normativa relativo a que, cuando deleguen funciones de gestión de inversiones, las delegadas no superen sustancialmente las desempeñadas por la propia gestora del fondo. En aras de fomentar una mayor coherencia, ESMA también propone que esta materia se regule de manera similar para las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS).

Por otro lado, solicita la ampliación del número de instrumentos disponibles para la gestión de la liquidez, así como su uso homogéneo a escala europea no solo en el ámbito de la Directiva AIFMD, sino también de la Directiva sobre UCITS. Además, propone concretar el papel que deben desempeñar las ANC en relación con las suspensiones de reembolsos cuando se dé una situación que, por sus implicaciones transfronterizas, pueda tener afectar a la estabilidad financiera de la Unión Europea, a la vez que otorgar a ESMA un papel de coordinación en estos casos, en línea con las recomendaciones del ESRB.

Otros aspectos destacados mencionados en la carta son los siguientes: i) mejorar el régimen de reporte en el ámbito de la AIFMD así como sujetar las UCITS a uno similar; ii) llevar a cabo las modificaciones necesarias para incorporar en esta normativa las recomendaciones de IOSCO en materia de apalancamiento; iii) clarificar las responsabilidades que deben asumir las ANC cuando se trate de la supervisión de entidades transfronterizas; iv) la adopción de un régimen para la creación de préstamos en el marco de la AIFMD, y v) estudiar los posibles beneficios y riesgos de un pasaporte para depositarios.

En el ámbito del **Reglamento sobre abuso de mercado** (MAR, por su acrónimo en inglés), esta autoridad publicó en septiembre un informe con su asesoramiento a la Comisión sobre la futura revisión de esta norma. En su opinión, su aplicación está funcionando correctamente, por lo que las propuestas que realiza solo persiguen introducir mejoras en su funcionamiento, pero no cambios sustanciales.

ESMA se pronunció en este informe sobre las prácticas transfronterizas relacionadas con el arbitraje de dividendos (*cum/ex and multiple withholding tax reclaim schemes*), ya que, aunque se trata más bien de un tema fiscal, tiene un claro impacto en la integridad del mercado. A este respecto propone a la Comisión eliminar las limitaciones legales que impiden a las ANC intercambiar información obtenida de sus homólogas con las autoridades fiscales.

Otros temas propuestos en este informe son la simplificación del reporte respecto de los programas de recompra o el establecimiento de un marco a escala de la Unión para la supervisión de un libro de órdenes transfronterizas.

Por último, cabe mencionar también la respuesta de ESMA, publicada en junio, a la consulta pública de la Comisión Europea sobre la revisión de la Directiva relativa a la información no financiera. Igualmente, esta autoridad ha comenzado a trabajar a finales de 2020 en su respuesta a la consulta que la Comisión ha publicado sobre la revisión de la normativa relativa a los depositarios centrales de valores y cuyo plazo para contestar venció el 2 de febrero de 2021.

### **Brexit**

La salida definitiva del Reino Unido de la Unión Europea el 1 de enero de 2021, tras el final del periodo transitorio, es otro de los grandes hitos acontecidos recientemente con un claro impacto en el mercado de valores y, en consecuencia, en la actividad de ESMA.

Como se ha explicado en el *Informe anual* de ejercicios anteriores —2017, 2018 y 2019— la estrategia de esta autoridad ante el *brexit* se ha centrado en intentar minimizar los riesgos y el impacto que podían derivarse de la salida del Reino Unido —en particular si esto tenía lugar sin acuerdo—, promover que los participantes de los mercados británicos adoptasen las decisiones que estimasen oportunas ante la pérdida del pasaporte y garantizar la continuidad de los contratos.

Durante 2020 ESMA ha publicado alguna declaración adicional a las ya emitidas durante años anteriores, en particular sobre la interpretación de ciertas disposiciones de la normativa del mercado de valores tras el final del periodo transitorio.

#### **La CNMV y el *brexit***

RECUADRO 22

La CNMV ha estado trabajando durante los últimos años, de manera coordinada con el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital y otros organismos nacionales y europeos, ante la perspectiva de una salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*), 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.

El 24 de diciembre de 2020, la Unión Europea y el Reino Unido alcanzaron un principio de compromiso sobre el Acuerdo de Comercio y Cooperación UE-Reino Unido, que fue aprobado por el Consejo de Europa el 30 de diciembre.

Con anterioridad a este Acuerdo de Comercio y Cooperación, el Parlamento británico aprobó la ley del Acuerdo sobre la Retirada el 23 de enero de 2020, que establecía un periodo transitorio desde su entrada en vigor hasta el 31 de diciembre de 2020. Durante este tiempo el derecho de la Unión ha seguido aplicándose en y al Reino Unido, con determinadas excepciones. La finalidad principal de este periodo transitorio era ofrecer un plazo para la preparación de los ciudadanos, de los actores económicos y de las Administraciones ante

la nueva situación, así como proporcionar un marco de estabilidad para la negociación de un acuerdo sobre la relación futura entre la Unión Europea y el Reino Unido.

A finales de 2020, una vez alcanzado el compromiso de Acuerdo de Comercio y Cooperación, se aprobó en España el Real Decreto-ley 38/2020, de 29 de diciembre, por el que se adoptan medidas de adaptación a la situación de Estado tercero del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte tras la finalización del periodo transitorio previsto en el Acuerdo sobre la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica. 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, una vez finalizado el periodo transitorio previsto en el Acuerdo sobre la retirada.

Siguiendo con las actuaciones que ha llevado a cabo durante todo este proceso, la CNMV ha mantenido contactos con las entidades afectadas de manera constante y ha actualizado en su página web la sección denominada «*Brexit*» con información de utilidad para los participantes en el mercado y los inversores, tales como un listado de documentos de interés y algunos criterios interpretativos, en forma de preguntas y respuestas, sobre las disposiciones relativas al mercado de valores y a los servicios de inversión.

Lo más destacable es que tras el periodo transitorio anteriormente citado se aplica al Reino Unido el régimen de terceros países contemplado en la normativa europea y nacional. Este régimen incluye la posibilidad de reconocimiento de equivalencia en determinados subsectores financieros.

En particular y respecto a la posibilidad de contratar nuevos servicios financieros con entidades británicas, las entidades autorizadas por el Reino Unido no podrán suscribir nuevos contratos con clientes españoles, al carecer de una autorización válida para prestar servicios financieros en España (si bien se ha establecido un periodo transitorio de seis meses para que las entidades puedan cerrar ordenadamente sus posiciones y contratos). Para poder prestar estos servicios, las entidades británicas que operan en España deberán pedir autorización para constituir una entidad española o adaptarse a los requisitos de tercer país. El Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones asesorarán a las entidades en este proceso.

Entre ellas destacan las relativas a las obligaciones de negociación de acciones y derivados. En cuanto a la primera, ESMA puntualiza, respecto a la última declaración que sobre este asunto publicó en 2019<sup>1</sup>, que no quedarán sujetas a la obligación de negociación todas aquellas acciones cuyo código internacional de valores (ISIN),

---

1 La obligación de negociación de acciones implica que las empresas de servicios de inversión, cuando quieran operar con acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o negociadas en un centro de negociación, solo podrán hacerlo en centros de negociación de terceros países si estos han recibido previamente la declaración de equivalencia, salvo que la operación tenga carácter no sistemático o sea *ad hoc*, irregular o infrecuente. ESMA publicó en mayo de 2019 una declaración en la que informaba



aun correspondiendo a alguno de los países que conforman el Área Económica Europea, se negocien mayoritariamente en los centros de negociación del Reino Unido en libras esterlinas. En cuanto a la segunda, ESMA mantiene la posición ya publicada en 2019, en la que confía en que los participantes de los mercados puedan cumplir con esta obligación después del 31 de diciembre de 2020, sobre todo teniendo en cuenta que muchos de los centros de negociación de derivados del Reino Unido se han establecido en la Unión Europea. De hecho, estas expectativas parecen haberse cumplido, ya que una parte importante de la negociación que tenía lugar en el Reino Unido, tanto de acciones como de derivados, se ha trasladado a partir del 1 de enero de 2021 a la Unión Europea de los 27.

Por otro lado, también cabe destacar que la Comisión Europea adoptó en septiembre una decisión mediante la que declaraba la equivalencia del régimen jurídico y de supervisión aplicable a las entidades de contrapartida central del Reino Unido por un periodo limitado de 18 meses, y en noviembre otra respecto del régimen aplicable a los depositarios centrales de valores del Reino Unido por un periodo limitado de seis meses. A continuación, ESMA adoptó las decisiones de reconocimiento de las tres entidades de contrapartida central que lo habían solicitado previamente —LME Clear Limited, ICE Clear Limited y LCH Limited—, así como también la decisión de reconocimiento de Euroclear UK & Ireland Limited (EUI), lo que les permite continuar prestando servicios en la Unión Europea hasta que venza el plazo de las correspondientes declaraciones de equivalencia.

Asimismo, cabe mencionar que se han publicado los acuerdos de cooperación firmados entre las ANC y la FCA, al igual que los firmados por ESMA con las autoridades financieras británicas relevantes.

Por último, en enero de 2021 ESMA ha publicado una declaración recordando cuál es la normativa aplicable ante prácticas dudosas detectadas en relación con el concepto denominado en inglés *reverse solicitation* tras el final del periodo transitorio —como, por ejemplo, la inclusión en los contratos de una cláusula general que señala que cualquier operación se entenderá como realizada a iniciativa exclusiva del cliente—. De conformidad con el artículo 42 de MiFID II cuando un cliente minorista, o profesional a petición, de la Unión solicita a iniciativa propia la prestación de un servicio de inversión o actividad de una entidad de un tercer país, se entiende que esta no queda sujeta a MiFID II. Aunque ESMA ha concretado los supuestos en los que cabe aplicar esta exención mediante un documento de preguntas y respuestas, vuelve a recordar en esta declaración que siempre que una entidad de un tercer país —incluso a través de una persona interpuesta— solicite, promocióne o publicite servicios o actividades, cualquiera que sea la forma de comunicación, no podrán considerarse prestados a iniciativa exclusiva del cliente.

## Unión de los Mercados de Capitales

En septiembre la Comisión Europea publicó una comunicación sobre su nuevo Plan de acción para culminar una Unión de los Mercados de Capitales (véase recuadro 23), como continuación al plan inicial publicado en 2015. En ella señala claramente que considera esta Unión como un instrumento fundamental para avanzar en

---

que solo quedarían sujetas a la obligación de negociación aquellas acciones que contasen con un ISIN de algún país de la Unión de los 27 o de Islandia, Liechtenstein y Noruega.

algunas de las principales líneas estratégicas de su mandato. Por ejemplo, mantiene que la recuperación de la crisis ocasionada por la pandemia o la transición hacia un modelo de economía descarbonizada —en el marco del Pacto Verde Europeo— van a requerir fuentes de financiación alternativas a las habituales, procedentes tanto del sector público como del privado, a lo que debe contribuir la Unión de los Mercados de Capitales.

La actividad de ESMA se ve lógicamente afectada, como no puede ser de otra manera, por las actuaciones previstas en estos planes. En particular, esta autoridad considera clave, para poder hablar de una auténtica Unión de los Mercados de Capitales, fomentar una mayor participación de los inversores minoristas en ellos y, para que esto ocurra, entiende que es fundamental mejorar tanto su cultura financiera como su nivel de confianza en los distribuidores.

Entre las iniciativas del nuevo plan que afectarán de manera importante a la actividad de ESMA están la creación de una base de datos como punto de acceso único que permita a los inversores acceder a la información de carácter financiero de las empresas a la vez que a la relacionada con la sostenibilidad, así como la creación de un proveedor de datos consolidado.

### Nuevo plan de la Comisión Europea sobre la Unión de los Mercados de Capitales

RECUADRO 23

La Comisión Europea (CE) publicó el 24 de septiembre de 2020 una Comunicación dirigida al Parlamento Europeo (PE), al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, en la que los informaba sobre un nuevo Plan de acción para culminar una Unión de los Mercados de Capitales (UMC) orientada hacia las personas y las empresas.

Esta propuesta es una continuación del primer Plan de acción publicado en 2015, en el que la Comisión se proponía como objetivo alcanzar una UMC para 2019. En él se contemplaba la adopción de 33 medidas —con el fin de fomentar un mayor grado de integración financiera a nivel europeo, facilitar el acceso a la financiación a las empresas europeas en las distintas fases de su crecimiento, ampliar el espectro de inversiones seguras a las que pueden tener acceso los inversores y mejorar la estabilidad del sistema financiero europeo—, algunas de las cuales fueron modificadas y otras añadidas en una revisión intermedia en 2017.

Aunque las medidas adoptadas han servido para sentar las bases de esta Unión, la CE considera adecuada la adopción de medidas adicionales que sirvan, por un lado, para dotar de mayor profundidad al mercado interior en el ámbito de los mercados de capitales y, por otro, de apoyo a algunas de las principales líneas estratégicas de la Comisión, como la recuperación económica tras la pandemia provocada por el COVID-19 o facilitar la financiación que precisan el *Pacto Verde Europeo* y la *transición hacia la era digital*.

En concreto, el nuevo Plan contiene 16 acciones en torno a 3 objetivos claves:

- i) **Apoyar una recuperación económica ecológica, digital, integradora y resiliente, facilitando el acceso a la financiación de las compañías europeas.**

**Acción 1: Mejorar la visibilidad de las empresas para los inversores transfronterizos.** La CE propone la adopción de una iniciativa normativa que dé lugar a la creación de una plataforma, a escala de la Unión, que a modo de punto único de acceso permita a los inversores acceder a la información de carácter financiero de las empresas (no financieras y financieras), así como a la relacionada con la sostenibilidad (tercer trimestre de 2021). El 3 de marzo de 2021 venció el plazo para responder a una consulta pública en relación con esta propuesta.

**Acción 2: Apoyar el acceso a los mercados públicos.** La CE propone realizar una evaluación sobre la viabilidad de simplificar la normativa relativa a los requisitos exigibles para las admisiones a negociación en los mercados públicos (cuarto trimestre de 2021). Un grupo de expertos publicará recomendaciones sobre esta materia durante la primavera de 2021.

**Acción 3: Apoyar los vehículos de inversión a largo plazo.** La CE propone la revisión del Reglamento sobre fondos de inversión a largo plazo europeos (tercer trimestre de 2021). El 19 de enero de 2021 venció el plazo para responder a una consulta pública en relación con esta revisión.

**Acción 4: Fomentar una mayor participación de los inversores institucionales en la financiación a largo plazo y mediante fondos propios (acciones).** La CE propone: i) la revisión de Solvencia II, a fin de facilitar que las compañías aseguradoras inviertan a largo plazo (tercer trimestre de 2021) y ii) la revisión del Reglamento y de la Directiva sobre requisitos de capital para garantizar que los bancos inviertan a largo plazo en el capital de las pymes (primer trimestre de 2021).

**Acción 5: Dirigir a las pymes hacia proveedores de financiación alternativa.** La CE propone evaluar la viabilidad de solicitar a los bancos que, cuando denieguen una solicitud de crédito a una pyme, la remitan a un proveedor de financiación alternativa (cuarto trimestre de 2021).

**Acción 6: Ayudar a que los bancos presten más a la economía real.** La CE propone: i) la revisión del marco jurídico de la titulización —tanto el régimen aplicable a la titulización simple, transparente y normalizada como a la que no reúna estas características— (cuarto trimestre de 2021) e ii) introducir el denominado *pagaré garantizado europeo*.

- ii) **Hacer que la Unión Europea (UE) resulte un lugar seguro para que los individuos puedan ahorrar e invertir a largo plazo.**

**Acción 7: Capacitar a los ciudadanos a través de la educación financiera.** La CE propone: i) evaluar la viabilidad de establecer un marco europeo de competencias financieras (segundo trimestre de 2021) y ii) valorar si procede la adopción de una legislación horizontal que obligue a los Estados miembros a promocionar medidas de formación en esta área (primer trimestre de 2022).

La CE ha publicado en abril de 2021 un informe sobre la viabilidad del mencionado marco europeo de competencias financieras y ha lanzado, junto con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), un proyecto en común para llevarlo a cabo.

**Acción 8: Reforzar la confianza de los inversores minoristas en los mercados de capitales.** La CE propone: i) la evaluación y revisión de la normativa aplicable en materia de incentivos y obligaciones de información (primer trimestre de 2022); ii) una propuesta legislativa para reducir la carga administrativa y los requisitos de información para un subconjunto de inversores minoristas, incluida la revisión de la actual clasificación entre inversores minoristas y profesionales o, incluso, la creación de una nueva categoría de inversores cualificados (cuarto trimestre de 2021 o primer trimestre de 2022), y iii) una evaluación sobre el requisito de exigir a los asesores financieros un certificado que demuestre su cualificación y su formación continua (cuarto trimestre de 2021), así como la posibilidad de exigir una certificación paneuropea para prestar el servicio de asesoramiento financiero (primer trimestre de 2022). La CE, además de haber contratado a una empresa para el estudio de los regímenes aplicables a incentivos, obligaciones de información y evaluación de idoneidad, ha lanzado en mayo de 2021 una consulta pública para contrastar con las partes interesadas todos los extremos mencionados en el marco de una Estrategia de Inversión Minorista que tiene previsto poner en marcha durante el primer semestre de 2022.

**Acción 9: Apoyar a las personas en su jubilación.** La CE tiene previsto: i) el desarrollo de cuadros de indicadores de pensiones con información detallada sobre los regímenes profesionales de jubilación (cuarto trimestre de 2021); ii) la identificación de las mejores prácticas a efectos de la creación de sistemas nacionales de seguimiento de pensiones individuales para los ciudadanos (cuarto trimestre de 2021), y iii) el estudio de las mejores prácticas de los Estados miembros en relación con la afiliación automática, así como de regímenes profesionales de jubilación que complementen las pensiones públicas de los ciudadanos (tercer trimestre de 2020).

iii) **Integrar los mercados de capitales en un auténtico mercado interior único.**

**Acción 10: Aligerar la carga fiscal asociada a la inversión transfronteriza.** La CE propone: i) una iniciativa legislativa con el fin de reducir los costes fiscales para los inversores transfronterizos y prevenir el fraude fiscal, y ii) la adopción de un sistema común, normalizado y a escala de la Unión de desgravación en origen de la retención fiscal a cuenta (cuarto trimestre de 2022).

**Acción 11: Hacer más previsible el resultado de la inversión transfronteriza en lo que respecta a los procedimientos de insolvencia.** La CE propone: i) una iniciativa —de carácter legislativo o no— que tenga por objeto armonizar o alcanzar una mayor convergencia en ámbitos específicos de la normativa sobre insolvencia no bancaria (segundo trimestre de 2022) y ii) la Comisión y la Autoridad Bancaria Europea estudiarán la posibilidad de mejorar el intercambio de información entre los Estados miembros sobre la evaluación periódica de la eficacia de sus regímenes nacionales de ejecución de préstamos (estudio en el primer trimestre de 2021 y propuesta normativa en el cuarto

trimestre de 2022). El 26 de marzo de 2021 venció el plazo para responder a una consulta pública sobre esta materia.

**Acción 12: Facilitar la implicación de los accionistas.** La CE propone: i) acuñar una definición única de accionista para toda la UE; ii) aclarar y armonizar, en mayor medida, las normas que rigen la interacción entre inversores, intermediarios y emisores en relación con el derecho de voto y las operaciones corporativas (en concreto, en el tercer trimestre de 2023 la Comisión tiene prevista la revisión de la segunda Directiva sobre los derechos de los accionistas), y iii) realizar un estudio sobre la existencia de obstáculos nacionales que limiten el uso de las nuevas tecnologías digitales en este ámbito (cuarto trimestre de 2021).

**Acción 13: Desarrollo de servicios de liquidación transfronterizos.** La CE contempla la revisión del Reglamento sobre depositarios centrales de valores (cuarto trimestre de 2021). El 2 de febrero de 2021 venció el plazo para responder a una consulta pública en relación con esta materia.

**Acción 14: Proveedor de información consolidada.** La CE propone una modificación legislativa para el establecimiento de un proveedor de información consolidada, a escala de la UE, que proporcione datos consolidados de posesión (cuarto trimestre de 2021).

**Acción 15: Protección y facilitación de las inversiones.** La CE propone actualizar y reforzar el marco de protección y facilitación de las inversiones transfronterizas en la UE mediante la adopción de medidas como la mejora de los mecanismos de resolución de litigios a escala nacional y de la UE, o la recopilación de información sobre los derechos y oportunidades de los inversores en un punto único de acceso (segundo trimestre de 2021).

**Acción 16: Supervisión.** La CE propone: i) trabajar en un código normativo único reforzado para los mercados de capitales, a la vez que llevar un seguimiento sobre el nivel de convergencia en la supervisión; ii) realizar un estudio sobre estos aspectos y, en función del resultado, valorar si conviene la adopción de medidas para reforzar la coordinación de la supervisión o la supervisión directa encomendada a las autoridades europeas de supervisión (cuarto trimestre de 2021), y iii) posibles modificaciones normativas para subsanar las deficiencias detectadas con ocasión del caso Wirecard, en particular en materia de gobernanza corporativa, auditoría legal externa y supervisión de la información financiera. La CE ha lanzado una consulta pública sobre esta materia cuyo plazo para contestar vence el 21 de mayo de 2021.

La Comisión también ha anunciado su intención de completar los informes periódicos que viene publicando sobre la evolución de la UMC mediante una serie de indicadores específicos que midan el nivel de integración alcanzado.

Por último, el Consejo, en su reunión del 3 de diciembre de 2020, apoyó todas las acciones propuestas en este nuevo Plan, a la vez que se pronunció a favor de una UMC de carácter policéntrico, ya que considera beneficioso que la UE cuente con más de un centro financiero.

## Nuevas competencias

Por otro lado, ESMA ha comenzado a ejercer durante 2020 algunas de las nuevas competencias que le ha atribuido el Reglamento (UE) 2019/2175 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2019, sobre la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, en particular en materia de convergencia supervisora. En este sentido, en noviembre anunció las dos prioridades estratégicas de supervisión de la Unión, respecto de las que las ANC llevarán a cabo una serie de actuaciones de supervisión, coordinadas por esta autoridad europea, durante los tres próximos años. En concreto, estas son el rendimiento y los costes de productos de inversión dirigidos a clientes minoristas y la calidad de los datos del mercado. En particular, durante 2021 las actuaciones relativas a la primera prioridad se centrarán en los costes y comisiones cargados por los gestores de fondos de inversión y, para la segunda prioridad, en mejorar la calidad de los datos de transparencia comunicados conforme a MiFIR.

Además, ESMA se ha preparado a lo largo del año para las nuevas competencias que tendrá que asumir a partir de 2022: supervisión directa de los administradores de índices de referencia críticos de la Unión Europea e índices de terceros países y de los proveedores de servicios de suministro de datos.

También durante 2020 ha comenzado a ejercer nuevas funciones en materia de innovación tecnológica, sostenibilidad financiera y protección al consumidor, a la vez que ha tenido una mayor proyección internacional.

En concreto, ha puesto en marcha dos nuevos comités previstos en el Reglamento (UE) 2019/2175. Por un lado, el Comité de Protección a los Consumidores e Innovación Financiera —concebido como la reunión periódica de dos comités ya existentes: IPISC (Investors Protection and Intermediaries Standing Committee) y FISC (Financial Innovation Standing Committee), para tratar asuntos de interés común sobre esta materia— y, por otro, el Comité de Proporcionalidad —que tiene por objeto asesorar a ESMA sobre la adecuación de sus actos y medidas teniendo en cuenta criterios de proporcionalidad—.

## Actividad ordinaria

A su vez, ESMA ha desarrollado a lo largo de 2020 la actividad programada para este año en torno a los objetivos que tiene encomendados de protección del inversor, ordenado funcionamiento de los mercados y estabilidad financiera. Se mencionan, a continuación, algunos de los trabajos más destacados de esta autoridad durante este año.

## Gestión de activos

En abril de 2020 ESMA publicó su segundo informe estadístico anual relativo al rendimiento y los costes de productos de inversión minorista en la Unión Europea, en el que se sigue observando el elevado impacto de los costes en las rentabilidades finales que los inversores minoristas reciben por sus inversiones en UCITS. Es más, se aprecia que los costes pagados por los clientes minoristas son significativamente más altos que los de los inversores institucionales. El informe también muestra que, para el periodo analizado (2009-2018), debido a los altos costes, las rentabilidades

netas de los fondos gestionados activamente fueron inferiores, de media, a las de los gestionados pasivamente.

Cabe recordar que el primer informe estadístico anual sobre esta materia, publicado en enero de 2019, ya mostró el impacto significativo de los costes en la rentabilidad final para los inversores. De hecho, a raíz de este primer informe, ESMA comenzó a trabajar en un manual para la supervisión (*supervisory briefing*) de los costes en UCITS y fondos de inversión alternativos (FIA), publicado en junio, en respuesta, entre otros aspectos, a la necesidad de mejorar la convergencia en lo que se refiere al enfoque de las ANC sobre costes indebidos.

Por otro lado, a lo largo de 2020 las ANC han realizado una actuación de supervisión común sobre la liquidez de los fondos UCITS, cuyo informe final está pendiente de publicación. Además, en julio ESMA publicó las traducciones de las Directrices sobre las pruebas de resistencia de liquidez en UCITS y FIA, cuyo propósito es aumentar el rigor, la coherencia y la frecuencia de las pruebas de resistencia de liquidez que ya se llevan a cabo, así como fomentar una supervisión convergente de dichas pruebas por parte de las ANC. Las directrices entraron en vigor el 30 de septiembre y en ellas se hace responsables a los gestores de fondos de definir las pruebas de resistencia de liquidez con una frecuencia mínima anual, aunque se recomienda que sea, al menos, trimestral, y a los depositarios de verificar que los gestores de los fondos cuentan con procedimientos adecuados para realizar estas pruebas.

Durante 2020 ESMA también ha lanzado a consulta dos documentos con sus propuestas de normas técnicas en el marco del Reglamento de distribución transfronteriza de fondos, relativas a la información que las ANC deben publicar en sus páginas web sobre la normativa nacional en relación con los requisitos de comercialización de fondos y sus tasas, así como sobre las tasas aplicadas en la supervisión de las actividades transfronterizas.

Por último, conviene señalar que en enero ESMA publicó su segundo informe estadístico sobre fondos de inversión alternativa en la Unión Europea, que reveló que la industria de los FIA en 2018 suponía el 40 % del total de la industria de fondos de inversión en la Unión Europea y que, del total de los FIA, el 16 % se distribuye entre minoristas. Las categorías con mayor porcentaje de inversores minoristas son los fondos de fondos y los fondos inmobiliarios, ambos potencialmente vulnerables a los riesgos de liquidez.

### Protección al inversor e intermediarios financieros

Una de las herramientas recientes mediante la que ESMA está fomentando la convergencia supervisora, mencionada anteriormente, es la denominada actuación de supervisión común (*common supervisory action*). En este sentido, como ya se informó en la edición anterior de este Informe, en la segunda mitad de 2019 esta autoridad lanzó una actuación de supervisión común con el fin de analizar la aplicación de los requisitos de evaluación de la conveniencia en el marco de MiFID II. Como resultado de este ejercicio, durante 2020 ESMA ha estado trabajando en la elaboración de unas directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de la evaluación mencionada y del régimen de solo ejecución de MiFID II, cuya propuesta se ha sometido a consulta pública en enero de 2021. Además, en 2020 se inició una actuación de supervisión común sobre la aplicación de los requisitos para la evaluación de la idoneidad de MiFID II. La intención es que este ejercicio ayude en el análisis

sobre si las entidades tienen en cuenta los costes de los productos de inversión a la hora de realizar sus recomendaciones a clientes. Por último, en 2021 ESMA realizará una actuación de supervisión común sobre la gobernanza de productos.

También hay que destacar que en febrero ESMA publicó su asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre los efectos de las medidas de intervención de productos con relación a opciones binarias y contratos financieros por diferencias (CFD) adoptadas inicialmente por ESMA —de manera temporal en 2018— y, a partir de 2019, por la práctica totalidad de las ANC, incluida la CNMV. Entre las recomendaciones de este asesoramiento destacan las siguientes: i) gestionar el riesgo de arbitraje entre las entidades sujetas a MiFID II y las sociedades gestoras, ii) ampliar los poderes de ESMA para permitirle la adopción de prohibiciones temporales por un periodo de 18 meses y iii) una mayor claridad sobre la aplicación de las medidas de intervención de productos a entidades que actúan de manera transfronteriza.

### **Mercados secundarios e integridad del mercado**

Además de los informes y asesoramientos remitidos ya a la Comisión Europea en relación con la revisión de MiFID II/MiFIR en el área de los mercados secundarios, ESMA también ha trabajado a lo largo de 2020 en la preparación de otros informes que, sobre aspectos adicionales relacionados con esta materia, tiene aún pendientes de enviar a la Comisión.

En concreto, en septiembre publicó un documento de consulta sobre la revisión del funcionamiento del régimen de los sistemas organizados de contratación (SOC) en la Unión Europea en el que se analiza la definición de SOC, además de incluir consideraciones sobre la discrecionalidad en la ejecución de órdenes o la práctica actual en relación con la interposición de la cuenta propia sin asumir riesgo de mercado (*matched principal trading*). También se plantea cuál debe ser el perímetro de estos centros de negociación respecto de otros como los sistemas multilaterales de negociación.

Asimismo, en diciembre lanzó una consulta sobre el impacto de los requisitos de MiFID II/MiFIR con respecto a la negociación algorítmica —incluida la negociación de alta frecuencia—. El documento cubre un enfoque general de esta actividad, en particular el régimen de autorización, y la revisión de algunas disposiciones aplicables a los operadores de mercado que ejercen la negociación algorítmica, así como de las disposiciones aplicables a los centros de negociación que cuentan con ellos. Además, se abordan cuestiones como los mecanismos de gestión de volatilidad (*circuit breakers*) y otras cuestiones propias de la negociación algorítmica, como los denominados en inglés *speedbumps*.

Por último, en el área de los mercados secundarios, ESMA sometió en noviembre a consulta pública una propuesta de directrices sobre datos de mercado como continuación del informe final que publicó en diciembre de 2019 sobre la evolución de los precios de los datos de transparencia pre y posnegociación y los proveedores de información consolidada.

En el área de la integridad de los mercados, cabe destacar el trabajo realizado en 2020 en relación con la propuesta de normas técnicas para fomentar los mercados de pymes en expansión en el marco del Reglamento sobre Abuso de Mercado. El informe final desarrolla los requisitos exigibles a los contratos de liquidez



—incluido un modelo contractual—. Además, se establece la obligación de abrir una cuenta de liquidez vinculada al contrato y los límites de recursos, así como las condiciones a cumplir por el proveedor de liquidez en su actividad de negociación. Por otra parte, en relación con las listas de iniciados, se incluyen nuevas plantillas para el uso por parte de las pymes en las jurisdicciones que así lo dispongan, con una serie de campos mínimos a efectos de su supervisión.

### Información financiera/obligaciones de información

En el ámbito de la información financiera cabe destacar que ESMA ha llevado a cabo su primera evaluación entre pares acelerada (*fast-track peer review*), en respuesta a una solicitud de la Comisión Europea, recibida en junio, para analizar lo ocurrido en relación con el colapso de Wirecard. El enfoque que finalmente se acordó para este ejercicio consistió en el examen de si el sistema de supervisión alemán de la información financiera, basado en dos niveles —BaFin (la autoridad nacional competente de Alemania) y el FREP (Financial Reporting Enforcement Panel), un panel compuesto por 15 representantes de asociaciones profesionales y de la industria cuyo papel es el descubrimiento y la investigación de posibles infracciones a los requisitos de información financiera por parte de entidades cotizadas, incluidos asuntos de cumplimiento con las normas IFRS, sin autoridad para imponer sanciones—, había aplicado correctamente las directrices más relevantes sobre cumplimiento de información financiera (*Guidelines on the Enforcement of Financial Information*, GLEFI) en el caso mencionado. En el informe se identifican una serie de deficiencias en su aplicación y se incluye un conjunto de recomendaciones que pueden contribuir a la revisión del sistema.

Este asunto ha tenido un gran impacto a distintos niveles en la Unión Europea, fundamentalmente, por la merma que ha supuesto en la confianza de los inversores. Siendo uno de los principales objetivos de la Comisión, en el marco del nuevo Plan para la Unión de los Mercados de Capitales, fomentar una mayor participación de los inversores minoristas en estos mercados, resulta imprescindible garantizar la calidad y la transparencia de los informes financieros de los emisores que cotizan, así como el cumplimiento de las obligaciones relacionadas con ellos. En consecuencia, ESMA ha publicado en marzo de 2021 una carta dirigida a la Comisión, en la que propone una serie de mejoras en el marco de la Directiva de Transparencia: mejorar la cooperación entre las autoridades de la Unión Europea, mejorar la coordinación y la gobernanza a escala nacional, reforzar la independencia de las ANC y reforzar una supervisión más armonizada de esta información a escala de la Unión Europea.

### Posnegociación

En el ámbito de las nuevas competencias que asume ESMA en relación con las entidades de contrapartida central de terceros países (TC-CCP, por su acrónimo en inglés), esta autoridad publicó en julio una carta enviada a la Comisión Europea como contribución a la consulta de esta institución sobre los actos delegados respecto a la clasificación en niveles, cumplimiento comparable y tarifas de las TC-CCP en el marco de EMIR 2.2. El escrito, aunque reconoce que se ha tenido en cuenta el asesoramiento prestado en relación con estos temas, plantea cuestiones sobre aspectos técnicos clave que invitan a una revisión de la redacción propuesta de los actos delegados con objeto de dotar a ESMA de medios para el adecuado desempeño de las funciones previstas en ellos, así como mejorar la solidez del marco aplicable a los TC-CCP.

En el ámbito de EMIR REFIT esta norma amplía el alcance de la exención de la obligación de compensación de derivados extrabursátiles estandarizados para los planes de pensiones (*pension schemes arrangements*) hasta junio de 2021, dadas las posibles dificultades de estos para atender las demandas de efectivo en la compensación asociada a su operativa en derivados, en particular a la hora de aportar márgenes de variación (*variation margin calls*). Tras la publicación de un primer informe en abril, ESMA ha elaborado en un segundo informe, en cooperación con la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) y el ESRB, dirigido a la Comisión, que es quien deberá decidir si finalmente se prorroga la exención actual.

Por último, en diciembre ESMA publicó un informe final como parte del trabajo sobre medidas de nivel 2 en el marco de EMIR REFIT. Uno de los principales objetivos de esta propuesta consiste en alinear los datos que se exige reportar en relación con los derivados extrabursátiles (*over the counter*) a los registros de operaciones (*trade repositories*) con los estándares internacionales, en concreto con las directrices de CPMI-IOSCO. Además, se abordan los requisitos y formatos para la presentación de datos a los registros de operaciones, los procedimientos de conciliación y validación de estos datos, y los procesos estandarizados para el acceso a estos datos por parte de las autoridades.

En el ámbito de los proveedores de suministros de servicios de datos, ESMA puso en marcha en noviembre dos consultas públicas: una sobre los criterios en virtud de los cuales la supervisión de sistemas de información y agentes de publicación autorizados corresponderá a las ANC, y otra relacionada con las tarifas que impondrá esta autoridad europea cuando le corresponda la supervisión de dichos proveedores. Los asesoramientos técnicos a la Comisión están previstos para el primer trimestre de 2021.

Asimismo, en 2020 ESMA publicó el tercer informe estadístico sobre el mercado de derivados en la Unión Europea, que arroja unas cifras de 681 billones de euros en términos de importe total nocional (*outstanding total notional amount*) durante el cuarto trimestre de 2019, lo cual supone una disminución del 5 % con respecto a 2018. El informe de este año, que refleja una mejora en la calidad de los datos disponibles al amparo de EMIR, indica una reducción en la negociación de derivados sobre acciones y divisas, así como una disminución de los derivados negociados en centros de negociación con respecto a los extrabursátiles.

### **Fintech**

ESMA publicó en junio su respuesta a la consulta pública de la Comisión Europea sobre una nueva estrategia de finanzas digitales para Europa, finalmente publicada junto con un innovador conjunto de propuestas legislativas en septiembre. Se incluyen, entre otras, las siguientes recomendaciones: i) la necesidad de desarrollar identidades financieras digitales; ii) la conveniencia de un marco regulador de los servicios financieros de la Unión Europea que sea tecnológicamente neutro para impulsar la innovación; iii) la mejora de la cooperación a nivel de la Unión Europea para eliminar la fragmentación en el mercado único de servicios financieros digitales, y iv) la necesidad de un adecuado tratamiento de la estandarización, seguridad y privacidad de los datos, que deben ser fáciles de usar y accesibles. Finalmente, un área de especial interés para ESMA es el potencial de las herramientas de supervisión basadas en inteligencia artificial.

Además, como continuación al asesoramiento publicado en 2019 dirigido a las instituciones de la Unión Europea (Comisión Europea, Consejo y Parlamento) sobre las *Initial Coin Offerings* (ICO) y criptoactivos, envió en agosto, conjuntamente con EBA, una carta a la Comisión sobre los criptoactivos, incluidas las denominadas *stablecoins*, en la que se expone la necesidad de avanzar hacia una futura regulación.

Por otra parte, respecto de las actuaciones relacionadas con la actividad *fintech*, en julio ESMA publicó un informe sobre los enfoques actuales de autorización y licencia para modelos de negocio innovadores *fintech* en Europa. En él constata que los criptoactivos, las ICO y la tecnología de registro distribuido (*Distributed Ledger Technology*) no tienen suficiente encaje en la normativa existente, así como que es necesaria una mayor claridad en la gobernanza y gestión de riesgos asociados a la ciberseguridad y al *cloud computing*.

Finalmente, como conclusión de esta sección sobre la actividad de ESMA, es relevante señalar que las principales líneas estratégicas de la institución para 2021 son, además del apoyo a la recuperación económica, facilitar la transformación verde a través de la promoción de las finanzas sostenibles y la financiación orientada al largo plazo, contribuir a la formación de una base de inversores minoristas más amplia en el marco de la Unión de los Mercados de Capitales y abordar los riesgos y oportunidades que conlleva la digitalización. Además, durante 2021 se renovarían los cargos de presidente y director ejecutivo de ESMA, que han sido ejercidos por Steven Maijoor y Verena Ross desde su constitución.

## 9.2 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

A comienzos de 2020, IOSCO, al igual que otras organizaciones internacionales, publicó su **plan de trabajo**, en el que se identificaron cinco prioridades: i) resiliencia estructural de los mercados de capitales, ii) lagunas en los datos y en el intercambio de información, iii) nuevos conocimientos sobre protección de los inversores, iv) el papel de los mercados de valores en la formación de capital y v) la innovación financiera.

Asimismo, el Consejo de IOSCO acordó que, dada la relevancia de las prioridades de 2019, se continuase con ciertos trabajos sobre: 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. Adicionalmente, el Consejo identificó otra área de actuación prioritaria relativa al aumento de los niveles de deuda de las empresas y los posibles riesgos resultantes en los mercados de capitales.

Como consecuencia de la **pandemia**, debido a la necesidad de asignar una cantidad importante de recursos humanos disponibles a la adopción de medidas para hacer frente a las turbulencias surgidas en los mercados de valores, y con el fin de apoyar a los participantes de dichos mercados y facilitar la continuidad de las actividades en ellos, el Consejo de IOSCO discutió, junto con los presidentes de los grupos de trabajo, el plan de trabajo convenido a fin de priorizar, de manera pormenorizada, unos trabajos frente a otros y extender, según el caso, sus plazos de finalización. También se acordó la creación de un repositorio en el que se incorporaran las medidas establecidas y publicadas por los miembros relativas a la liquidez, volatilidad, continuidad de negocio, inversión colectiva, extensión de los plazos y formas de presentación de información obligatoria y otras actuaciones, que pudieran servir

de orientación a otros miembros a la hora de adoptar medidas similares en sus respectivas jurisdicciones.

Un aspecto muy relevante para IOSCO ha sido la constitución, iniciada a finales de 2019 y rematada formalmente en 2020 por los países con mercados de valores más relevantes miembros de su Consejo, de un **grupo de trabajo de alto nivel sobre estabilidad financiera (Financial Stability Engagement Group, FSEG)**, con el fin de establecer un seguimiento y un mayor compromiso e interacción de IOSCO con las actividades del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), con el propósito de presentar la perspectiva de los supervisores de los mercados de valores.

El objetivo inicial del FSEG con respecto a las turbulencias del mercado, ocasionadas por la pandemia del COVID-19 en marzo de 2020, fue la de contribuir a la evaluación de las vulnerabilidades que estaba elaborando un grupo de trabajo del FSB, resaltando el punto de vista de los supervisores de los mercados de valores sobre el impacto de la crisis en varias áreas relevantes del sistema financiero. En ese contexto, el FSEG ha elaborado tres trabajos (notas temáticas) sobre:

- i) **El impacto del COVID-19 en el ámbito de la gestión de activos** en relación con los reembolsos de fondos y, en particular, en los fondos de mercado monetario.
- ii) **El impacto de la volatilidad en los ajustes de los márgenes** y la resistencia de las entidades de contrapartida central.
- iii) **Los riesgos derivados de la prociclicidad de las calificaciones crediticias**, en particular con respecto al reequilibrio de las carteras como consecuencia de la reducción de la calificación de determinados emisores, conocidos como los *ángeles caídos* (emisores cuya calificación pasa de estar dentro de la categoría «grado de inversión» a «especulativa»), de emisores de obligaciones garantizadas con préstamos (*Credit Loan Obligations, CLO*) y de financiación apalancada, y también sobre la dependencia mecánica de las calificaciones crediticias por parte de los inversores institucionales en su toma de decisiones.

Desde su constitución, el FSEG, mediante la creación de un subgrupo de trabajo sobre datos (*data workstream*), ha reunido periódicamente información relativa a las garantías iniciales y a su variación, exigidas por las cámaras de contrapartida central, durante los meses de marzo y abril de 2020 y posteriormente de manera quincenal. Después, ha facilitado estos datos al FSB, de manera regular, junto con otros también de importancia sobre liquidez y reembolsos de los fondos de inversión en esos mismos meses, que fueron los de mayor incidencia, y posteriormente sobre la utilización de instrumentos de gestión de la liquidez en la gestión de activos que han sido facilitados al FSB para el desarrollo de sus trabajos sobre el impacto de la pandemia.

Además, el FSEG también estableció un grupo de trabajo especializado de expertos de las jurisdicciones con un mayor volumen de fondos de mercado monetario (FMM) que ha examinado: i) la forma en que los FMM han resistido las recientes tensiones del mercado de pagarés a corto plazo; ii) la naturaleza y el impacto de las condiciones económicas que originaron las presiones; iii) la pertinencia de las políticas relativas a herramientas para la gestión, como las comisiones y retrasos en los desembolsos, o la reevaluación de los precios fuera de una banda de volatilidad limitada, cuando ha sido el caso, y iv) la naturaleza y el impacto de las intervenciones de

los bancos centrales en los mercados monetarios. Los resultados de este trabajo se publicaron en la página web de IOSCO a modo de nota temática. No obstante, este estudio ha formado parte del análisis —más amplio y conocido como *holistic review*— realizado por el FSB sobre la intermediación financiera no bancaria (IFNB), en el que se ha llevado a cabo un examen completo de los acontecimientos que tuvieron lugar durante las turbulencias de marzo y el impacto en diversos participantes del mercado, dentro del contexto de la IFNB.

**Con relación a los FMM**, IOSCO también ha elaborado un análisis temático en el que ha evaluado la coherencia en la aplicación sobre estos fondos —por parte de las jurisdicciones más significativas y que agrupan el 94 % de los fondos del mercado monetario a nivel mundial— de 7 de las 15 recomendaciones estratégicas, relativas a la valoración y gestión de liquidez, establecidas para estos fondos en 2012, cuyo objetivo fue el de reforzar globalmente su resistencia y reducir su predisposición a los reembolsos, centrándose en los FMM con un valor liquidativo constante (CNAV).

Finalmente, el FSEG también ha llevado a cabo un trabajo adicional, en el que se **analizan las medidas de apoyo de los Gobiernos, como consecuencia del COVID-19**, y su impacto en la metodología de calificación de las agencias de calificación crediticia.

El examen, publicado por IOSCO, indica que las medidas de apoyo gubernamentales han desempeñado un papel importante a la hora de aliviar la presión a la baja sobre las calificaciones crediticias. En general, el informe expone que estas medidas han tenido un impacto positivo; sin embargo, su eficacia a largo plazo no puede evaluarse ni medirse plenamente en este momento. A este respecto, las agencias de calificación crediticia señalan la incertidumbre existente y los posibles riesgos a la baja, especialmente en lo que se refiere al calendario y el ritmo de retirada de estas medidas de apoyo por los Gobiernos, el despliegue de los programas de vacunación y su eficacia, la posibilidad de un resurgimiento de casos de coronavirus y la posible necesidad de nuevas medidas gubernamentales.

**En el ámbito de los criptoactivos**, IOSCO elaboró un informe, el primero que publica sobre criptoactivos estables (*stablecoins*), que contribuye al debate público que se está produciendo en la comunidad financiera internacional sobre las propuestas globales relativas a estos. Con esta iniciativa, se fomenta un programa global de respuesta intersectorial coordinada, respecto a los retos normativos de carácter internacional, que plantean las propuestas sobre los criptoactivos estables, ya que pueden, en función de su estructura, presentar características que son típicas de valores u otros instrumentos o servicios financieros regulados. Se identifican también las posibles consecuencias que las propuestas de emisión, a escala global, de criptoactivos estables podrían tener para los reguladores y supervisores de los mercados de valores.

También en el área de los criptoactivos, IOSCO ha elaborado un informe en el ámbito de la educación al inversor, dirigido a los pequeños inversores, en el que se ponen de manifiesto los riesgos que conllevan los criptoactivos y las pérdidas que puede provocar invertir en productos que no comprendan bien y, por ello, la importancia de la educación financiera. En el informe se identifican métodos pertinentes para proporcionar material educativo sobre los criptoactivos a los inversores minoristas y se incluyen canales y métodos de comunicación, ejemplos de experiencias relevantes y material para su posible uso por parte de los miembros.

Sobre el uso de la **inteligencia artificial (IA) y el aprendizaje automatizado (ML)**, como continuación al estudio efectuado en 2019, IOSCO sometió el informe a consulta pública, con cierta demora como consecuencia de la priorización de los trabajos antes mencionada y por un periodo de consulta superior al habitual, con el objetivo de recibir un mayor número de respuestas esperándose finalizar este trabajo en el primer semestre de 2021. El análisis de 2019 sobre IA y ML abarca aspectos tales como gobernanza, controles y supervisión, transparencia y difusión de información, toma de decisiones y riesgo de responsabilidad civil, y otras preocupaciones de carácter ético.

Otro trabajo significativo ha sido el informe en el que se presentan las *Primeras conclusiones y observaciones sobre el impacto del COVID-19 en la conducta en el mercado minorista*.

El objetivo inmediato de este informe ha sido ayudar a los miembros a abordar los desafíos que suponen determinadas conductas en el mercado minorista. El informe se centra específicamente en casos ocurridos durante la pandemia, aunque también relata casos de crisis anteriores, con el fin de iniciar un debate sobre los problemas de conducta en tiempos de tensión y los enfoques que las autoridades pueden adoptar para abordar estos problemas. También pretende identificar las diferencias en las implicaciones de las conductas indebidas que pueden afectar a los minoristas en épocas de estrés en comparación con épocas normales y proporcionar información que sea de ayuda.

Entre los tipos de conductas identificadas se encuentran, entre otras, la venta indebida de productos, la divulgación de información engañosa, el mal asesoramiento en materia de inversión y otras que siguen siendo frecuentes, relacionadas con la oferta de productos complejos. Se ha detectado un significativo aumento de la negociación de acciones de forma remota y el incremento del interés de los inversores minoristas en el mercado de acciones durante la pandemia. El teletrabajo también ha afectado y ha puesto a prueba los dispositivos de gestión del riesgo en las funciones de supervisión y vigilancia de las entidades y de los reguladores. El informe ha resumido las conclusiones en una serie de observaciones sobre herramientas y enfoques normativos prácticos y adaptables, como orientación para los reguladores que se enfrentan a estas conductas, y se prevé como segundo objetivo, a medio plazo y con un carácter más general, hacer un balance de los enfoques normativos de los miembros y la elaboración de un conjunto de herramientas que aborden estas conductas en el mercado minorista.

Respecto a la **fragmentación de los mercados**, IOSCO ha elaborado un nuevo informe en el que se ha profundizado en el análisis del concepto de *deferencia* (relacionado con el término de equivalencia utilizado habitualmente en el marco legal de la Unión Europea). En este informe se han elaborado once buenas prácticas para que se tengan en cuenta en los posibles procesos de equivalencia. Las buenas prácticas identificadas se aplican a todas las fases de las evaluaciones de la deferencia y están dirigidas principalmente a las autoridades que evalúan otras jurisdicciones, ya que por lo general ejercen un mayor control sobre los procesos de deferencia. Las jurisdicciones evaluadas, por su parte, también desempeñan un papel fundamental para garantizar que el proceso para lograr la deferencia se desarrolle sin dificultades y, por ello, podrían considerar qué medidas se pueden adoptar para facilitar la labor por parte de las autoridades de la jurisdicción evaluadora. Las buenas prácticas se dividen en tres fases: i) en las etapas iniciales de la evaluación, ii) durante la evaluación y iii) en la postevaluación, en la que se realiza el seguimiento, ajuste y, en su caso, revocación.

En lo que respecta al ámbito de la **contabilidad, auditoría y difusión de información** IOSCO publicó dos declaraciones motivadas por la pandemia:

- i) La primera, de 3 abril de 2020, sobre la aplicación de las normas contables en la que se manifiesta, a la luz de la incertidumbre generada, el compromiso con el desarrollo, la aplicación coherente y el cumplimiento de las normas contables, y se señala que debe dar lugar a que los emisores proporcionen información clara, fiable, transparente y útil que permita a los inversores tomar decisiones de inversión basadas en información veraz.
- ii) La segunda, de 29 de mayo, sobre la importancia de la difusión de información sobre el impacto del COVID-19 y en la que se insta a los emisores y firmas de auditoría, ante el entorno de incertidumbre, a la aplicación de las normas sobre transparencia para el buen funcionamiento de los mercados de capitales y a la difusión de información financiera e informes de auditoría de calidad. Pone también de manifiesto la importancia de informar a los inversores y participantes sobre cualquier hecho que atañe al emisor como consecuencia de las medidas adoptadas acerca de la extensión de los plazos de presentación de la información financiera.

En lo que respecta al trabajo desarrollado sobre las **finanzas sostenibles**, destaca la publicación, en abril de 2020, del informe sobre finanzas sostenibles y el papel de los reguladores de valores e IOSCO, que hace hincapié en tres aspectos muy significativos: i) la existencia de múltiples y diversos marcos y normas sobre sostenibilidad y ii) la falta de definiciones comunes sobre actividades sostenibles y el *blanqueo ecológico* (conocido como *greenwashing*) y otras preocupaciones que atañen a la protección del inversor y a la transparencia del mercado. El informe indica que muchos emisores y gestores de activos que operan de forma transfronteriza pueden estar sujetos a diferentes regímenes normativos. Esta gran variedad de regímenes e iniciativas normativas, a menudo con objetivos y requisitos divergentes, puede impedir que los participantes en los mercados comprendan plenamente los riesgos y las oportunidades que entrañan las actividades económicas sostenibles. Para fundamentar su trabajo, la Red sobre Finanzas Sostenibles (SFN) basó su estudio en las iniciativas previstas o emprendidas por los reguladores de valores y los participantes en el mercado para abordar las oportunidades y los retos que plantean las finanzas sostenibles. El Consejo de IOSCO acordó, con base en las conclusiones y propuestas de la SFN, establecer un grupo de trabajo sobre sostenibilidad (STF) dependiente del Consejo, y centrar sus esfuerzos en tres líneas de trabajo: i) la difusión de la información no financiera relacionada con la sostenibilidad por parte de los emisores, ii) la información relacionada con la sostenibilidad difundida por los gestores de activos (de inversión colectiva) en la que se aborde el concepto de blanqueo ecológico y otras cuestiones que atañen a la protección de los inversores, y iii) un análisis sobre las agencias de calificación de los factores relativos a medio ambiente, sociales y de gobierno (*Environmental, Social & Governance*, ESG) y sobre proveedores de datos ESG.

Finalmente, el Comité de Riesgos Emergentes (CER) elaborará, por acuerdo del Consejo, un plan de trabajo de carácter bianual para la identificación de los riesgos emergentes más importantes y las líneas de actuación a proponer al Consejo con relación a ellos; este plan será objeto de revisión hacia finales de cada año, coincidiendo con la última reunión del Consejo de IOSCO, con el fin de actualizar las prioridades fijadas y, en su caso, establecer o añadir nuevas propuestas. En el plan se disponen las siguientes áreas de trabajo: i) estabilidad financiera y riesgos

sistémicos asociados a la IFNB, en particular respecto a los **fondos de mercado monetarios** y los riesgos de liquidez y su gestión en fondos de inversión abiertos; ii) riesgos intensificados durante la pandemia por el COVID-19, relativos a conductas indebidas, resiliencia operativa y potenciales fraudes; iii) otras áreas de trabajo no relacionadas con la pandemia, relativas a inversión pasiva y proveedores de índices, y iv) otras áreas identificadas como prioritarias y en las que ya se han realizado trabajos sobre fragmentación de mercados, criptoactivos globales, lenguaje AIML, distribución a inversores minoristas y digitalización.

### 9.3 Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)

En 2020 el FSB tuvo que reorientar las actividades previstas en su plan de trabajo como consecuencia del estallido de la pandemia originada por el COVID-19 a mediados de marzo. Esto dio lugar a una nueva priorización de trabajos para abordar las consecuencias inmediatas de la pandemia y a la elaboración en abril de los denominados «Principios COVID-19 del FSB», que fueron convalidados por el G20. Estos principios señalan, entre otros, la necesidad de coordinar —a través del FSB y de las instituciones que elaboran estándares (SSB, por sus siglas en inglés)— la futura retirada de las medidas de apoyo temporales, el retorno a las condiciones financieras previas a la pandemia y el mantenimiento de la estabilidad financiera a largo plazo.

A continuación se señalan tres grandes líneas de actuación que ha llevado a cabo el FSB en 2020 en el contexto de la pandemia del COVID-19 y de las recomendaciones del G20.

#### Evaluación de las reformas financieras y de los efectos del COVID-19

El FSB concluyó en 2020 la evaluación de las reformas adoptadas tras la crisis financiera global de 2008 para abordar la problemática de las entidades de crédito «demasiado grandes para quebrar» (*too big to fail*). La evaluación realizada sugiere que las reformas han reducido el riesgo sistémico y reforzado la credibilidad y el funcionamiento de los mecanismos de resolución, así como la disciplina de mercado. Adicionalmente, las reformas adoptadas son de particular importancia en el entorno del COVID-19, en el que los aumentos de la deuda corporativa sumados al deterioro de la calidad crediticia de las empresas no financieras pueden suponer un incremento de los préstamos fallidos y eventuales pérdidas a las entidades crediticias.

También en 2020, en un ejercicio que continuará en 2021, el FSB —en el marco de las consecuencias de la pandemia para las empresas no financieras— evaluará la implantación por parte de las jurisdicciones miembros de acuerdos extrajudiciales de acreedores previos al procedimiento concursal. La intención de este ejercicio es promover el establecimiento de estándares comunes previos a la insolvencia corporativa que garanticen la continuidad de empresas viables y contribuyan a reducir el riesgo para la estabilidad financiera de un elevado volumen de préstamos fallidos.

#### Intermediación financiera no bancaria

El G20 y el FSB llevan constatando desde hace años la creciente importancia y actividad de las instituciones financieras no bancarias, con el reconocimiento de que los riesgos significativos para el sector financiero no se circunscriben a las entidades



crediticias sino también a este sector de variadas tipologías, y las amenazas a la estabilidad financiera se ven aumentadas, entre otros factores, a través de la significativa interconexión entre actividades y entidades.

Las turbulencias ocurridas en el comienzo de la pandemia —esto es, en marzo de 2020— pusieron de manifiesto la importancia de abordar las eventuales vulnerabilidades del sector de la IFNB, que, por otro lado, ha presentado un crecimiento significativo desde la crisis financiera global.

El FSB examinó en detalle las vulnerabilidades de este sector en su revisión holística (*holistic review*) de noviembre de 2020 y continuará aplicando en 2021 su plan de trabajo en este sector, centrado inicialmente en las propuestas para reforzar la resistencia de los fondos del mercado monetario y en abordar y considerar las medidas y mecanismos para fortalecer la liquidez de los fondos de inversión.

### Riesgos financieros asociados al cambio climático

Tanto el G20 como el FSB señalaron en 2020 la prioridad de los asuntos relacionados con el cambio climático y su relación con una recuperación sostenible de la pandemia del COVID-19.

En 2020 el FSB analizó las implicaciones que para la estabilidad financiera tenía el cambio climático e inició una hoja de ruta para coordinar los trabajos que llevan a cabo las organizaciones internacionales y los SSB. Adicionalmente, creó tres grupos de trabajo sobre datos, divulgación de información climática, y regulación y prácticas supervisoras.

Los trabajos del FSB —siguiendo las recomendaciones del G20— promoverán igualmente estándares de reporte de información globales y coherentes con las recomendaciones de la Task Force for Climate Related Financial Disclosures (TCFD). En relación con este tema, en 2021 el FSB coordinará sus trabajos con los que actualmente están llevando a cabo IOSCO y los *trustees* de la IFRS Foundation<sup>2</sup> para el desarrollo de estos estándares globales, centrados inicialmente en el clima.

#### Nueva regulación europea y Guía del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) sobre recuperación y resolución de entidades de contrapartida central

RECUADRO 24

El papel fundamental de las entidades de contrapartida central (ECC) en el sistema financiero y su creciente importancia sistémica han convertido a estas infraestructuras en entidades «demasiado importantes para fallar». Por ello, y a pesar del riguroso régimen de gestión de riesgos y líneas de defensa con las que cuentan en el desarrollo habitual de su actividad, se ha elaborado

2 La **Fundación de Estándares Internacionales de Reportes Financieros** (*International Financial Reporting Standards*) es una organización privada cuyos objetivos principales incluyen desarrollar y promover el uso y la aplicación de estándares internacionales de información financiera IFRS-NIIF a través de la Junta de Estándares Internacionales de Contabilidad (IASB).

un régimen de recuperación y resolución de estas infraestructuras que aborda la posible, aunque remota, situación de su inviabilidad garantizando la continuidad de sus funciones esenciales, preservando la estabilidad financiera y sin recurrir a recursos de los contribuyentes.

### Reglamento europeo de recuperación y resolución de ECC

En la Unión Europea, la publicación en diciembre de 2020 del Reglamento de R&R ECC<sup>1</sup> proporciona el marco legal adecuado para gestionar situaciones que impliquen la inviabilidad de las ECC. La norma europea se basa en los Atributos Clave sobre los Regímenes de Resolución de Entidades Financieras<sup>2</sup> del FSB y en los mismos principios que el marco de recuperación y resolución del sector bancario. Sin embargo, dado que el negocio de las ECC es muy diferente del de los bancos, las herramientas que contiene la regulación se alinean mejor con el perfil de riesgo y de negocio de esas entidades, al tiempo que tiene en cuenta las estrechas interdependencias existentes entre bancos y ECC derivadas del papel preponderante de los bancos como miembros compensadores y prestadores de otros servicios a las ECC y del principio de mutualización de pérdidas entre los miembros compensadores en caso de incumplimiento.

Los principales elementos de la nueva regulación son los siguientes:

- Las ECC y las autoridades de resolución han de elaborar planes de recuperación y de resolución sobre cómo manejar cualquier forma de dificultad financiera que exceda los recursos existentes de una ECC. Si las autoridades de resolución identifican obstáculos para la resolución en el curso del proceso de planificación, pueden exigir que una ECC tome las medidas adecuadas para su eliminación.
- Las autoridades supervisoras pueden intervenir en una etapa temprana, antes de que la situación se deteriore irreparablemente, requiriendo a la ECC acciones específicas contenidas en su plan de recuperación o cambios en su estrategia comercial o en su estructura legal u operativa.
- Con el fin de reforzar los incentivos para una gestión de los riesgos adecuada y garantizar una asignación equitativa de las pérdidas, las ECC deberán mantener un tramo adicional de recursos (conocido como *second skin in the game*) para absorber pérdidas causadas tanto por supuestos de incumplimiento de las obligaciones de los miembros como por otras causas, como medida de recuperación antes de recurrir a otras que requieran contribuciones financieras de los miembros compensadores.
- En el improbable caso de fallo de una ECC, las autoridades nacionales pueden utilizar herramientas de resolución para retornar a una situación de cartera casada y absorber pérdidas. Dichas herramientas incluyen la cancelación de contratos, la amortización de instrumentos financieros propiedad de la ECC, los requerimientos de efectivo a los miembros compensadores, los recortes de ganancias por márgenes de variación, la venta de la ECC o partes de su negocio, o la creación de una ECC puente.

- En circunstancias excepcionales, como medida de último recurso, es posible acudir a un apoyo público extraordinario con carácter temporal, siempre que exista un plan sólido y creíble de recuperación de las ayudas.
- El uso de herramientas de resolución se rige por ciertas salvaguardas para garantizar que todas las partes afectadas reciban un trato justo. El principio de «ningún acreedor en peor situación» (NCWO) asegura que ningún acreedor debería estar en peor situación en la resolución de lo que hubiera estado en caso de que la ECC fuera liquidada. El reglamento también contempla, a criterio de la autoridad de resolución, un mecanismo de compensación de la ECC a los miembros no incumplidores con derecho a una reclamación de NCWO mediante acciones de la ECC, instrumentos de deuda o derechos sobre beneficios futuros.
- Cada Estado debe designar al menos una autoridad de resolución, que debe contar con independencia operativa y funcional para evitar conflictos de interés con el supervisor, pero ambos han de actuar de forma coordinada.
- Teniendo en cuenta la naturaleza global y sistémica de las ECC, el reglamento establece una estrecha coordinación entre las autoridades nacionales y las de otras jurisdicciones en las que la ECC tiene relevancia en el marco de los colegios de resolución.
- La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) asume un papel clave como autoridad europea de referencia para las ECC. Debe crear un Comité de Resolución de ECC, con funciones de coordinación y de desarrollo normativo similares a las del actualmente existente en la Autoridad Bancaria Europea, del que formarán parte las autoridades de resolución de las ECC como miembros, así como las autoridades de resolución y de supervisión bancarias como observadores, incluida la propia Autoridad Bancaria Europea.

El reglamento contempla una entrada en vigor inmediata (su publicación se produjo el pasado 16 de diciembre de 2020) y una aplicación escalonada hasta dos años, a fin de que durante ese periodo se pueda desarrollar y aprobar la normativa de segundo nivel que permita su implementación práctica, se designe a las autoridades de resolución correspondientes y se las dote de los recursos necesarios para el ejercicio de sus funciones.

### **Guía del FSB sobre recursos financieros disponibles y su tratamiento en resolución**

Uno de los aspectos esenciales que la autoridad de resolución debe tener en cuenta en el proceso de elaboración del plan de resolución es la evaluación de la suficiencia y adecuación de los recursos financieros con los que cuenta una ECC para hacer frente a posibles incumplimientos, evitar su quiebra y garantizar la continuidad de sus funciones críticas. A diferencia de lo que ocurre en el sector bancario, este es un terreno poco explorado, ya que son muy pocos los casos en los que las pérdidas en las que se ha incurrido han superado los recursos provistos por la ECC para su cobertura y menos aún los casos de quiebra de una ECC.

El último avance en este ámbito es la publicación en noviembre de 2020 por el FSB de la Guía sobre los recursos disponibles para respaldar la resolución de una ECC y sobre el tratamiento de su capital en resolución (*Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution*). La guía ha sido elaborada por el grupo encargado de la gestión de crisis transfronterizas para infraestructuras de mercado (FSB *Cross-Border Crisis Management Group for Financial Market Infrastructures*, fmiCBCM), que copreside un representante de la CNMV, en estrecha colaboración con el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

La guía proporciona orientación a las autoridades de resolución a la hora de abordar la planificación de la resolución de una ECC, con el fin de garantizar la disponibilidad de recursos y herramientas adecuados y de comprender el potencial efecto adverso que el uso de ciertos recursos y herramientas pudiera tener sobre la estabilidad financiera en un escenario de resolución.

Para ello, propone un proceso de cinco pasos con el fin de evaluar la adecuación de los recursos financieros y de las herramientas disponibles para lograr los objetivos de resolución en diferentes escenarios:

- **Paso 1:** Identificar hipotéticos escenarios de pérdidas por incumplimiento de miembros compensadores y por otros motivos que pueden conducir a la resolución.
- **Paso 2:** Realizar una evaluación cualitativa y cuantitativa de los recursos y herramientas disponibles en resolución.
- **Paso 3:** Evaluar los posibles costes de resolución.
- **Paso 4:** Comparar los recursos y herramientas existentes con los costes de resolución e identificar cualquier posible brecha.
- **Paso 5:** Evaluar la disponibilidad, los costes y los beneficios de los posibles medios para abordar las brechas identificadas.

La guía se revisará en un plazo máximo de cinco años tomando en consideración la evolución del mercado y la experiencia de las autoridades de resolución en su aplicación junto con la de las demás autoridades involucradas a través de los grupos de gestión de crisis.

La reciente aprobación del Reglamento europeo sobre recuperación y resolución de cámaras de compensación permitirá aplicar a todas las cámaras ubicadas en la Unión Europea un marco específico y armonizado de recuperación y resolución, cuya aplicación se beneficiará de la nueva guía del FSB.

El propio reglamento reconoce que la Comisión Europea debe revisar su contenido para incorporar los desarrollos internacionales que se vayan produciendo relativos al tratamiento del capital en resolución y, en el mismo plazo de cinco años, sobre los recursos financieros disponibles por parte de las autoridades de resolución para cubrir pérdidas no causadas por

incumplimiento de los miembros y los recursos propios de las ECC que se utilizarán en la recuperación y resolución.

- 1 Reglamento (UE) 2021/23 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2020, relativo a un marco para la recuperación y la resolución de entidades de contrapartida central y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1095/2010, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 806/2014 y (UE) 2015/2365 y las Directivas 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE y (UE) 2017/1132.
- 2 *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, aprobados por el FSB en 2011, y actualizados en 2014, en respuesta a la crisis financiera global y con el fin de reforzar la solidez y resistencia del sistema financiero.

#### 9.4 Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB)

Durante 2020, el 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.

En el contexto de la crisis los diferentes comités y grupos de trabajo del ESRB intensificaron su labor y sus reuniones con el fin de analizar la repercusión de dicha crisis, así como de identificar las vulnerabilidades más relevantes en el sistema financiero. Se crearon cuatro corrientes de trabajo para analizar: i) las implicaciones para el sistema financiero de las medidas fiscales y los sistemas de garantía adoptados para proteger a la economía real, ii) la iliquidez del mercado y sus posibles implicaciones en el ámbito de la gestión de activos y de las aseguradoras, iii) el impacto procíclico de las rebajas de las calificaciones crediticias de los activos de deuda sobre los mercados y sobre el sistema financiero en general, y iv) las restricciones al reparto de dividendos de las entidades financieras. También se actualizaron los trabajos relacionados con las posibles consecuencias del contexto de tipos de interés reducidos.

Además de los trabajos de análisis e identificación de riesgos, el ESRB emitió un total de siete recomendaciones a lo largo del año, algunas de las cuales afectaron directamente a la CNMV. Estas recomendaciones fueron las siguientes:

- Recomendación JERS/2020/7, de 27 de mayo de 2020, sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19. Esta recomendación fue modificada posteriormente por la Recomendación JERS/2020/15, de 15 de diciembre de 2020.
- Recomendación JERS/2020/6, de 25 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía.

- Recomendación JERS/2020/8, de 27 de mayo de 2020, sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia.
- Recomendación JERS/2020/12, de 24 de septiembre de 2020, relativa a la identificación de las entidades jurídicas.

Además de su contribución en el Comité de Asesoramiento Técnico, la CNMV participó directamente en el grupo de expertos en IFNB. El trabajo de ese grupo se centró en analizar la evolución, los riesgos y las vulnerabilidades de las actividades y entidades que forman parte de la IFNB. Como resultado, en octubre de 2020 se publicó el informe *EU Non-Bank Financial Intermediation Risk Monitor*, que incorpora el impacto de los acontecimientos de mercado generados por el COVID-19. Asimismo, se preparó la respuesta del ESRB a la revisión de la Directiva AIFM y se inició una investigación que busca identificar los posibles riesgos sistémicos derivados de los fondos de inversión cotizados (ETF) y utiliza la evidencia empírica disponible para evaluar la importancia de cada uno de estos riesgos.

## 9.5 Otros foros internacionales

El **Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV)**, cuyo patronato preside la CNMV, imparte un programa de actividades de formación acordado por el Consejo de Autoridades (compuesto por los presidentes y superintendentes de los miembros del IIMV). Como consecuencia de la pandemia el programa de formación de 2020 fue objeto de ajuste, al tiempo que el IIMV reforzó su actividad como plataforma de cooperación en relación con las medidas adoptadas por las distintas autoridades respecto a la salvaguarda de los mercados y de sus participantes. En este sentido, el IIMV ha publicado 13 boletines sobre el impacto regulatorio del COVID-19 en los mercados de capitales de Iberoamérica, cada uno de los cuales ha sido acompañado de un apartado específico en la web del IIMV en el que se pueden consultar todas las medidas implementadas por las autoridades supervisoras de los mercados de valores iberoamericanos agrupadas por países.

El IIMV organiza una media de 11 reuniones presenciales anuales en distintos países iberoamericanos, pero en 2020 solo se celebró un curso presencial sobre la supervisión de mercados, entidades y otros participantes durante la segunda semana de marzo. Para suplir la falta de reuniones presenciales y apoyar a los supervisores de valores en su adaptación a la situación creada por la pandemia, el IIMV ha organizado desde mayo de 2020 un serie de conferencias dialogadas tituladas «Desafíos de la regulación financiera en tiempos del COVID-19», en las que los presidentes y superintendentes de las instituciones miembros del IIMV han compartido experiencias y opiniones sobre las medidas implementadas para mitigar el impacto de la pandemia en los mercados, en los participantes y en los supervisores.

Además el IIMV ha organizado cuatro eventos telemáticos de formación para implementar la agenda de actividades acordada por el Consejo de Autoridades sobre los siguientes temas: ciberseguridad, plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*), mercados de renta fija y finanzas sostenibles. El IIMV ha pospuesto tres de sus actividades formativas programadas para 2020 (mecanismos de financiación a través de los mercados de capitales, actividad *fintech*: retos para los supervisores, y la protección del inversor en Iberoamérica), pero también ha incorporado

siete actividades relativas a la cooperación y el intercambio de información con motivo de la pandemia.

Desde 2016 el IIMV imparte dos cursos *on line* sobre normas de información financiera (NIIF) y sobre gobierno corporativo; en 2020 ha ampliado este tipo de cursos a los ámbitos de la protección del inversor y del XBRL. Por último, durante el ejercicio 2020 se celebró una actividad de cooperación que reunió a distintos expertos en tecnología de sus miembros. En total el IIMV ha celebrado 13 reuniones, 12 de ellas telemáticas, con la asistencia de 1.607 personas. Hay que diferenciar los coloquios y conferencias —en los que la media de asistencia ha sido cercana a las 200 personas por evento— y los cursos, que, al requerir una evaluación de los asistentes por parte de los ponentes, solo se dirigen a grupos reducidos con una media de 30 personas. En 2020 el IIMV no ha podido celebrar la reunión de su Consejo de Autoridades, en la que se determina la agenda de formación del siguiente año, por lo que se ha prorrogado la agenda de 2020 a 2021.

La **Asociación de Reguladores del Mediterráneo** no ha mantenido ninguna nueva reunión desde la celebración de su reunión anual de presidentes en El Cairo en el mes de enero de 2020. Los miembros de la asociación, que incluyen a las autoridades supervisoras de los mercados de valores de Portugal, España, Italia, Grecia, Chipre, Turquía, Egipto, Argelia, Túnez y Marruecos, han intercambiado sus experiencias sobre la pandemia a través de IOSCO. En el año 2021 se espera que puedan llevar a cabo reuniones sobre los temas acordados en la reunión de presidentes celebrada en enero de 2020 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.

## 9.6 Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras

Durante 2020 se produjo un ligero descenso en el número de solicitudes de colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras (-13 %), pese a la pandemia, motivado principalmente por un menor número de comunicaciones de operaciones sospechosas recibidas de reguladores extranjeros de la Unión Europea. Por otro lado, el número de solicitudes relacionadas con investigaciones sobre abuso de mercado y evaluaciones de idoneidad y honorabilidad (*fit & proper*), se mantuvo en línea con las gestionadas en 2019.

Se registraron 198 solicitudes de asistencia procedentes de supervisores de otros países y 193 remitidas por la CNMV a autoridades de supervisión de los mercados de valores análogas en el extranjero. La mayoría de las colaboraciones se concretaron, por una parte, en el envío de información relativa a actuaciones investigadoras y de supervisión transfronteriza (57 solicitudes recibidas y 106 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 (47 solicitudes recibidas y 33 enviadas).

El siguiente cuadro detalla la evolución de estas actuaciones de colaboración durante los últimos cinco años.

Solicitudes de asistencia	2020		2019		2018		2017		2016
	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes	Incremento anual (%)	Solicitudes
Enviadas	193	-3	199	114	93	3	90	43	63
Recibidas	198	-22	253	60	158	49	106	-4	110
<b>Total</b>	<b>391</b>	<b>-13</b>	<b>452</b>	<b>80</b>	<b>251</b>	<b>28</b>	<b>196</b>	<b>13</b>	<b>173</b>

Fuente: CNMV.



### **III Informe del Órgano de Control Interno**



DEPARTAMENTO DE CONTROL INTERNO  
17 de mayo de 2021

## 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 25 de marzo de 2021, 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 2020.

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 2020<sup>1</sup>.

En el desarrollo del trabajo no se han producido limitaciones al alcance.

---

<sup>1</sup> 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 2020, 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. Electrónicamente: Margarita García Muñoz

## **IV CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales**



### 10.1 Líneas estratégicas 2021-2022 y Plan de actividades 2021

La CNMV presentó el 17 de marzo de 2021 el Plan de actividades correspondiente a dicho ejercicio. El Plan, previamente sometido a la consideración del Comité Consultivo de la CNMV, detalla 52 objetivos para el año 2021 e incluye una revisión del grado de cumplimiento de los compromisos asumidos en el plan del ejercicio anterior, que fue objeto de revisión en mayo de 2020 a raíz de la situación creada por la pandemia del COVID-19.

Como resultado de la evaluación llevada a cabo, se mantuvieron 33 de los 44 objetivos inicialmente propuestos y se incorporan 2 actuaciones adicionales. Sin embargo, no se modificó la estrategia general de la institución para el periodo 2019-2020, sino que la CNMV se reafirmó en ella, especialmente en la importancia de la actividad de supervisión y en la necesidad de prestar atención a los desarrollos tecnológicos con impacto en los mercados financieros y los servicios de inversión, así como en la importancia de la actividad del organismo en relación con la estabilidad financiera, ya relevante en los últimos años pero que con la situación creada por la pandemia adquirió mayor relevancia aún.

Concretamente, en el Plan 2021 se señala que se ha completado el 86 % de los objetivos previstos para 2020 (en la versión revisada en mayo), en línea con los ejercicios anteriores (84 % en 2019, 78 % en 2018, 86 % en 2017 y 82 % en 2016) y se detalla el grado en el que se ha desarrollado cada uno de los objetivos del Plan 2020.

Entre los objetivos cumplidos del Plan 2020 se podrían destacar, por su relevancia, la elaboración de una Guía técnica sobre la designación en instituciones de inversión colectiva (IIC) de asesores no registrados, la modificación de la Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora, la publicación de criterios sobre difusión de información privilegiada o de interés para los inversores a través de redes sociales y la revisión y actualización de la sección de la página web de la CNMV «Preguntas y respuestas más frecuentes» sobre el régimen del mercado primario de valores. Además, se han revisado determinadas recomendaciones del Código de buen gobierno.

Por otra parte, en 2020 se ha avanzado en el diseño de un Plan de transformación digital de la CNMV y se han llevado a cabo diversos estudios de impacto normativo, como la evaluación de los efectos de ciertas disposiciones europeas en proceso de revisión, un estudio sobre la alineación de las disposiciones fiscales con los objetivos de la normativa financiera y un análisis sobre el alcance de las herramientas macroprudenciales a disposición de la CNMV. Además, se ha elaborado un análisis de la información sobre apalancamiento de los fondos de inversión alternativos en relación con el riesgo sistémico.

Los objetivos pendientes de cumplir suponen el 14 % del total de los previstos para el año 2020, aunque la mayoría de ellos se encuentran muy avanzados y se prevé completarlos durante 2021.

Además, la mayor parte de los objetivos que fueron pospuestos en la revisión del Plan del ejercicio anterior, como consecuencia de la situación originada por la pandemia, se han incluido en el Plan de actividades 2021.

En el contexto de la **elaboración del Plan de actividades 2021**, la CNMV reflexionó sobre el mantenimiento o la modificación de la estrategia fijada para el bienio 2019-2020 y se consideró adecuado redefinir las líneas estratégicas para los ejercicios 2021-2022.

No obstante, estas líneas no suponen una ruptura con las anteriores, sino que van en la misma dirección que la institución viene siguiendo, adaptándose a las particularidades del nuevo contexto y a los nuevos fenómenos e inquietudes que han ido surgiendo en los últimos tiempos. Estas líneas estratégicas para el periodo 2021-2022 se resumen a continuación.

### **Supervisión rigurosa basada en la protección de los inversores y en un mayor uso de los datos**

La CNMV tiene como función esencial la protección de los inversores y de sus intereses y de la integridad del mercado.

Para garantizar la confianza de los inversores en el buen funcionamiento de los mercados de valores y en los servicios de inversión, resulta esencial realizar un seguimiento de las buenas prácticas de comercialización, al tiempo que se debe favorecer que los inversores puedan acceder a un elenco suficientemente amplio de posibilidades de inversión sólidas y estables y que les permitan cubrir sus necesidades futuras sobre la base de la transparencia y de un buen conocimiento de los riesgos.

Para ello, la CNMV seguirá dando prioridad a una supervisión exigente, basada en la prevención de conductas inadecuadas, al tiempo que continuará reforzando su actividad sancionadora allá donde resulte necesario. Este enfoque supervisor se beneficiará, además, del uso de herramientas informáticas, como aquellas que facilitan el análisis masivo de datos (*big data*), que permitan focalizar los esfuerzos en las áreas con mayores riesgos o en aquellas otras que hagan posible mejorar la eficiencia de los procesos. Además, la CNMV incrementará la transparencia sobre sus pautas de actuación, haciendo un esfuerzo adicional para que sus actuaciones sean coherentes, previsibles y de fácil comprensión.

Por otro lado, la educación financiera constituye un elemento básico en la protección a los inversores, ya que estos, además de recibir la información adecuada sobre las inversiones que valoran seleccionar, deben ser capaces de comprender las características y los riesgos de sus inversiones. En un contexto marcado por la prestación de nuevos servicios digitales y el ofrecimiento de productos financieros novedosos, la CNMV considera fundamental continuar trabajando para dar un impulso renovado a la educación financiera de los ciudadanos.

Asimismo, la institución trabajará en mejorar la comprensión que tiene de las tendencias del mercado para enriquecer la función de supervisión y prestará especial



atención al fomento de la estabilidad financiera, continuando con su labor de detección y mitigación de los riesgos sistémicos.

Por último, la CNMV avanzará en su modernización para consolidarse como una institución flexible, ágil y abierta al diálogo.

### **Impulso de los mercados de capitales como fuente de financiación para la recuperación económica**

En el contexto de la pandemia actual resulta esencial fomentar el desarrollo de los mercados de capitales de la Unión Europea y asegurar el acceso a la financiación de las empresas, promoviendo la transparencia, la estabilidad financiera, la rendición de cuentas y la protección de los consumidores e inversores.

En este sentido, es especialmente relevante que las empresas, sobre todo las pymes, puedan acceder a diversas fuentes de financiación y cuenten con una variedad de alternativas complementarias a la financiación a través del crédito bancario. Se deben adoptar medidas para fomentar las emisiones de renta variable, valorando las nuevas fórmulas de captación de recursos que están surgiendo, al tiempo que es necesario generar un contexto que facilite la actividad de las diversas modalidades de canalización colectiva del ahorro. Asimismo, para impulsar este acceso al mercado es necesario fomentar el desarrollo de los mercados de capitales y los ecosistemas financieros locales y regionales.

Todo lo anterior sin descuidar los riesgos derivados de la situación generada por la pandemia y los riesgos propios del acceso intensivo al mercado en momentos de transformación esencial de la estructura económica, así como de los que se desprenden de un entorno de tipos de interés reducidos.

Esta situación sin precedentes ha llevado a la Unión Europea a fijar como prioridad la recuperación económica impulsando un crecimiento sostenible, digital, inclusivo y resiliente, configurando un marco normativo al objeto de que este resulte lo más competitivo, eficaz, coherente y predecible posible, al que el mercado español deberá adaptarse. Además, se unirán los cambios derivados de la revisión del proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales, así como de la revisión de otras normas relevantes como MiFID II/MiFIR.

Esta adaptación deberá llevarse a cabo colaborando de manera muy estrecha con el resto de supervisores y organizaciones internacionales, con la finalidad de homogeneizar las prácticas de supervisión y evitar disparidades no justificadas en los mercados de valores. Además, la CNMV continuará ejerciendo la función de asesoramiento al Gobierno en materia de mercado de valores, que le corresponde legalmente, colaborando en la adaptación al ordenamiento jurídico español de la nueva normativa europea y realizando las propuestas que se estimen oportunas para asegurar el buen funcionamiento de los mercados de valores y la protección de los inversores.

Igualmente, se deberá trabajar para desarrollar un sistema financiero europeo eficiente que garantice la financiación de la economía y cree un marco sólido y equilibrado para sus relaciones con terceros países, principalmente el Reino Unido.

## Fomento de la sostenibilidad financiera para facilitar la transición hacia una economía más sostenible e inclusiva, asegurando la fiabilidad de la información al inversor

Los mercados de valores tienen un papel muy relevante en la transición hacia un crecimiento económico más sostenible e inclusivo.

Para lograrlo es necesario, en primer lugar, facilitar la reorientación de los flujos de capital hacia inversiones sostenibles. Por ello, la CNMV facilitará el desarrollo de emisiones verdes y demás productos e instrumentos de inversión con etiqueta de sostenibilidad. Ello no será óbice para que la supervisión o verificación de emisiones o productos que no gocen de esta etiqueta siga contando con la atención necesaria, en el marco legal vigente y sin discriminar a ningún sector o participante.

En segundo lugar, también es necesario fomentar la transparencia y la fiabilidad de la información en el ámbito de sostenibilidad. Resulta conveniente contar con un marco claro y homogéneo que facilite a los inversores la comparabilidad de la información no financiera y que evite posibles prácticas de *greenwashing* mediante el establecimiento de mecanismos de verificación. En este sentido y para facilitar la implementación por parte de las entidades de los nuevos requerimientos de información derivados del Reglamento de Divulgación y del Reglamento de Taxonomía, la CNMV propiciará un diálogo continuado con la industria y los emisores y reforzará la comunicación con el inversor para facilitar su comprensión, al tiempo que prestará atención al cumplimiento de los requisitos de transparencia correspondientes a las nuevas categorías de índices climáticos.

Asimismo, algunas entidades deberán incorporar en sus requisitos organizativos los factores ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG). La CNMV valorará adecuar las guías y recomendaciones necesarias para su implementación. Además, la institución trabajará en la integración del seguimiento del riesgo climático en sus funciones de supervisión prudencial, de conducta y macroprudencial.

En tercer lugar, resulta necesario avanzar hacia una gobernanza sostenible e inclusiva, que favorezca la visión a largo plazo, incorporando los aspectos ASG en los procesos de decisión como es la diversidad. La CNMV también incorporará una dimensión de sostenibilidad en la forma en la que lleva a cabo su actividad.

## Fomento de los avances tecnológicos aplicados a los mercados de valores para prevenir sus riesgos

Los últimos años han estado caracterizados por una incorporación muy intensiva de la tecnología a las actividades y servicios de inversión, lo que ha provocado cambios relevantes en las organizaciones y la industria financiera con la aparición de nuevas líneas de negocio, productos y operadores.

Ello ha contribuido a ampliar el abanico de posibilidades de inversión, pero también ha introducido nuevos riesgos que deben vigilarse, debiéndose encontrar un adecuado equilibrio entre el fomento de la innovación y el mantenimiento de la integridad de los mercados de valores. Los denominados criptoactivos, así como la robotización o el almacenamiento y tratamiento de datos en la nube, también están provocando cambios relevantes en nuestro sector que exigen la atención del supervisor, que deberá, en este contexto, prestar también especial atención a la ciberseguridad.

Además, como medida de impulso a la recuperación económica, la Comisión Europea ha publicado un paquete de finanzas digitales para desarrollar un sector financiero europeo competitivo que dé a los inversores acceso a productos financieros innovadores, mientras se asegura la protección del inversor y la estabilidad financiera.

En esta línea, resulta necesario favorecer la innovación financiera. En España se aprobó en noviembre de 2020 el establecimiento de un *sandbox* regulatorio o espacio controlado de pruebas dirigido a innovaciones financieras de base tecnológica, en el que supervisores y promotores trabajarán conjuntamente para impulsar proyectos innovadores que mejoren los servicios financieros.

En definitiva, la CNMV, como organismo supervisor, continuará trabajando para impulsar el uso de las nuevas tecnologías en los mercados de valores sin desatender la supervisión de los riesgos inherentes.

Por último, la CNMV avanzará en la digitalización de sus procesos internos con el objetivo de aprovechar al máximo el potencial de la institución y poder prestar un mejor servicio a los participantes en el mercado.

## 10.2 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.

Continuando con este ejercicio, la CNMV publica por tercera vez estos indicadores de rendimiento y actividad. Su publicación 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.

A continuación se recogen los principales indicadores que reflejan la actividad de la CNMV en 2020. Los datos de 2019 se presentan a efectos comparativos:

## Indicadores de rendimiento

CUADRO 10.2.1

Ámbitos	Indicador	
	2019	2020
<b>Autorización e inscripción de FI</b>	<b>123 expedientes</b>	<b>93 expedientes</b>
Plazo medio total <sup>1</sup>	1,1 meses <sup>2</sup>	1,3 meses <sup>2</sup>
<b>Autorización de prestadores de servicios (SGIIC, SGEIC, ESI y PFP)</b>	<b>45 expedientes</b>	<b>52 expedientes</b>
Plazo medio desde la última documentación <sup>3</sup>	0,4 meses <sup>4</sup>	0,5 meses <sup>4</sup>
Plazo medio total desde el momento de la solicitud inicial <sup>5</sup>	7,8 meses	7,0 meses
Correspondientes:		
Al promotor	2,5 meses	2,4 meses
A la CNMV	2,9 meses	2,5 meses
A trámites de informe de otras autoridades	2,4 meses	2,2 meses
<b>Emissiones de renta fija para mayoristas</b>	<b>263 expedientes</b>	<b>197 expedientes</b>
Porcentaje procesadas en plazo comprometido <sup>6</sup>	90,5	98,5
<b>Reclamaciones de inversores</b>	<b>1.077</b>	<b>1.242</b>
Porcentaje de reclamaciones concluidas en el año respecto de las presentadas ese año y las pendientes del anterior	81,0	81,9
Plazo medio de resolución de reclamaciones	81 días	76 días
<b>Consultas de inversores</b>	<b>7.560</b>	<b>11.150</b>
Plazo medio de contestación a consultas	22 días	22 días
<b>Expedientes sancionadores</b>		
Plazo medio en la tramitación de expediente sancionador	179 días naturales	260 días naturales
Plazo medio en la tramitación de las solicitudes de colaboración con los tribunales:		
Remisión a la D.G. competente	4 días naturales	5 días naturales
Remisión final al tribunal	8 días naturales	13 días naturales
<b>Solicitudes de colaboración internacional</b>		
Plazo medio de contestación	32 días	33 días
Excluidas las comunicaciones de operaciones sospechosas		
Plazo medio de contestación recibidas	36 días	37 días
Plazo medio de contestación enviadas	58 días	60 días
Comunicaciones de operaciones sospechosas		
Plazo medio de tramitación recibidas	3 días	1 día
Plazo medio de tramitación enviadas	43 días	14 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 10.2.2

CNMV: Aspectos  
organizativos, económicos  
e institucionales  
Estrategia de la CNMV

Ámbitos	Indicador	
	2019	2020
<b>Instituciones de inversión colectiva/entidades de capital riesgo</b>		
Número de requerimientos		
Por información fuera de plazo	538	365
Solicitudes de información	151	116
Medidas correctoras o recomendaciones	622	369
Otras comunicaciones	153	122
Número de actuaciones (incluidas inspecciones)	223 (de las que 11 son inspecciones)	257 (de las que 18 son inspecciones)
<b>Empresas de servicios de inversión/entidades de crédito</b>		
Número de requerimientos		
Por información fuera de plazo	146	126
Solicitudes de información	411	425
Medidas correctoras o recomendaciones	204	155
Otras comunicaciones	137	175
Número de actuaciones (incluidas inspecciones)	364 (de las que 16 son inspecciones)	314 (de las que 15 son inspecciones)
<b>Mercados</b>		
Número de requerimientos		
Renta variable	107	84
Cumplimiento y desarrollo	42	53
Derivados	4	12
Renta fija	0	3
Poscontratación	36	29
Otros	0	2
Número de informes	175	281
<b>Información financiera y contable</b>		
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)	40,5	55,0
Porcentaje de comunicaciones de consejeros, autocartera y accionistas significativos recibidas con demora	15,6	6,8
<b>Infracciones</b>		
Número de comunicaciones de posibles infracciones (comunicaciones que pueden ser anónimas)	464	653
Incluyendo elementos fácticos susceptibles de constituir posibles infracciones	305	361
Sin elementos fácticos suficientes	159	292
<b>Expedientes sancionadores</b>		
Número de expedientes sancionadores:		
Abiertos	18	7
Concluidos	17	13
Multas	39	29
<b>Publicaciones periódicas</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
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	2	2
Plan de actividades	1	1

## Indicadores de actividad (continuación)

CUADRO 10.2.2

Ámbitos	Indicador	
	2019	2020
<b>Artículos descriptivos o de investigación en materias de interés para la CNMV</b>		
	13	15
Contenidos en el Boletín trimestral	11	12
Documentos de trabajo	2	3
<b>Seminarios</b>		
	11	7
Internos	1	0
Abiertos	10	7
<b>Publicaciones estadísticas</b>		
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	1	1
Estadísticas sobre los fondos de titulización de activos	12	4
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	31.217	38.944
<b>Relaciones institucionales</b>		
Número de solicitudes del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital tramitadas: iniciativas y preguntas parlamentarias, conformidades internas, otros informes	71	127
Número de proyectos normativos en los que se ha asesorado	14	19
Número de intervenciones o comparecencias públicas	82	45
Presidente	42	28
Vicepresidenta	38	13
Consejeros	2	4
Número de consultas recibidas a través del Portal Fintech	82	95
Número de informes remitidos al Comité Consultivo para su valoración	16	22
<b>Educación financiera</b>		
Programa de Educación Financiera en centros educativos		
Número de centros	472	517
Número de docentes	660	586
Número de alumnos	22.939	17.001
Red de colaboradores del Programa de Educación Financiera:		
número de acuerdos de colaboración alcanzados	40	44
Día de la Educación Financiera: número de eventos y actividades realizadas y coordinadas para ese día		
	125	138
<b>Publicaciones en web y en redes sociales (noticias, infografías, etc.)</b>		
Posts colgados	79	78
Facebook	215	142
Twitter	325	391
Sección del inversor	11	62
Número de correos electrónicos	77.600	86.500

## Indicadores de actividad (continuación)

CUADRO 10.2.2

CNMV: Aspectos  
organizativos, económicos  
e institucionales  
Estrategia de la CNMV

Ámbitos	Indicador	
	2019	2020
<b>Registro General</b>		
Entradas	137.774	137.594
Registro de entrada en papel	12.045	6.981
Registro de entrada electrónico	125.729	130.613
Registros electrónicos recibidos por el Sistema de Intercambio Registral (SIR)	1.076	470
Salidas	160.584	164.495
Registro de salida en papel	21.756	18.888
Registro de salida electrónico	138.828	145.607
Consultas recibidas y respuestas emitidas relativas a los registros oficiales	1.195	1.533
Certificados de inscripción en los distintos registros oficiales	563	587
<b>Gestión económica</b>		
Número de liquidaciones de tasas emitidas	20.681	18.680
Número de facturas de proveedores	2.134	1.642
<b>Actividad internacional</b>		
Solicitudes de colaboración internacional	452	391
Recibidas	253	198
Enviadas	199	193
Número de actuaciones desarrolladas	2.159	1.928
Recibidas	1.064	877
Enviadas	1.095	1.051
Solicitudes de colaboración internacional (excl. comunicaciones de op. sospechosas)	237	242
Número de actuaciones desarrolladas	1.455	1.594
Recibidas	95	103
Número de actuaciones desarrolladas	537	634
Enviadas	142	139
Número de actuaciones desarrolladas	918	960
Comunicaciones de operaciones sospechosas	215	149
Número de actuaciones desarrolladas	704	409
Recibidas	158	95
Número de actuaciones desarrolladas	527	281
Enviadas	57	54
Número de actuaciones desarrolladas	177	128
Número de técnicos que asisten a reuniones internacionales	96	97
Asistencia a reuniones internacionales	470	849
ESMA	225	410
IOSCO	65	209
Unión Europea	81	120
Colegios	9	6
Otros foros	90	104
Asistencia de personal a cursos	25	30
<b>Sistemas</b>		
Ordenadores en puestos de trabajo	532	532
Número de portátiles	350	527
Productos de <i>software</i> adquiridos con licencia	75	77
Aplicaciones de usuario final desarrolladas y en producción	257	271
Ficheros recibidos por el registro electrónico y tratados automáticamente	108.683	121.265
Trámites disponibles en la sede electrónica	69	70
Usuarios del servicio CIFRADO (para entidades supervisadas) de la sede electrónica	1.716	1.709

Fuente: CNMV.

La CNMV ha llevado a cabo, con la colaboración de la empresa especializada Sigma Dos, una encuesta entre los participantes del mercado al objeto de conocer las opiniones que las entidades y profesionales que interactúan con la institución tienen sobre su funcionamiento.

Este estudio ha permitido profundizar en el conocimiento de la percepción que los actores del mercado tienen acerca de los puntos fuertes y débiles de la institución, y los resultados obtenidos servirán para orientar la actuación de la CNMV de forma que sea capaz de proporcionar el mejor servicio posible. En este sentido, la CNMV ha incluido ya en su estrategia para 2021-2022 algunos elementos inspirados en esta información, así como determinados objetivos específicos en el Plan de actividades correspondiente al ejercicio 2021. La encuesta entre los participantes del mercado se remitió a un total de 819 entidades entre octubre y noviembre de 2020 y se recibió la respuesta de 350 profesionales pertenecientes a entidades emisoras de valores, gestoras de instituciones de inversión colectiva, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, infraestructuras de mercado, plataformas de financiación participativa, sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sociedades gestoras de fondos de titulización, así como profesionales de las distintas asociaciones del sector y de los principales despachos de abogados y empresas de consultoría y auditoría.

El cuestionario contenía 65 preguntas organizadas en varias categorías y permitió valorar un total de 67 atributos.

Los principales resultados de la encuesta se resumen a continuación.

### **Imagen general**

El estudio pone de manifiesto que la CNMV cuenta con una buena imagen institucional, posicionándose como una institución transparente y creíble, con conocimiento y experiencia suficientes para llevar a cabo sus funciones y con prestigio a nivel internacional.

Destaca igualmente la valoración de la labor realizada por la institución en el cumplimiento de las funciones que le corresponden por ley (esto es, velar por la transparencia en el mercado de valores, la correcta formación de los precios y la protección a los inversores).

No obstante, en opinión de los encuestados existen algunos aspectos que cuentan con cierto margen de mejora, como son la apertura al diálogo; la coherencia en sus respuestas, criterios y actuaciones; la predictibilidad de las acciones de la institución; su modernización y, en especial, su aplicación del principio de proporcionalidad y su rapidez, así como los recursos con los que cuenta para desempeñar sus funciones.

Para procurar dar respuesta a estas cuestiones, la CNMV ha incluido dentro de sus Líneas Estratégicas 2021-2022 pautas y consideraciones relativas a ellas.



Concretamente, la CNMV va a procurar adaptarse más rápidamente a los cambios en un entorno en constante transformación, así como fomentar su modernización e impulsar una transformación cultural que le permita consolidarse como una institución flexible, ágil y abierta al diálogo.

Asimismo, la CNMV aplicará, en la medida necesaria, el principio de proporcionalidad en sus actividades de supervisión con el fin de exigir lo más adecuado al contexto, al momento y al riesgo asociado a la actividad o entidad supervisada.

En cuanto a la coherencia de los criterios y la predictibilidad en las actuaciones de la CNMV, se hará un esfuerzo adicional para que sus actuaciones sean coherentes, previsibles y de fácil comprensión por parte de los participantes del mercado. La CNMV mantendrá su política de publicar guías técnicas y orientaciones para incrementar la transparencia sobre sus pautas de actuación, estudiará la implantación de pasos adicionales en su nivel de transparencia y fomentará el diálogo con el sector con el fin de facilitar que sus actuaciones sean comprendidas por el mercado.

En coherencia con la inclusión de estos elementos en su estrategia, se han definido varios objetivos en el Plan de actividades 2021.

### Comunicación con la CNMV y tecnología

Otros aspectos relacionados con el personal al servicio de la CNMV, la tecnología utilizada y los procesos de contacto y comunicación con la institución son también reconocidos positivamente por un elevado número de encuestados.

En concreto, se considera que el personal de la CNMV cuenta con los conocimientos y la experiencia suficientes para llevar a cabo sus funciones y que este realiza de forma eficiente su trabajo, ofreciendo, además, un trato cercano y amable.

En cuanto a las herramientas puestas a disposición de los participantes del mercado para comunicarse y estar en contacto con la CNMV, destaca especialmente la valoración positiva del sistema CIFRADO, así como de la página web, si bien podría resultar conveniente procurar que esta fuera más intuitiva.

A este último respecto, la CNMV continuará trabajando en el desarrollo del contenido de la página web. Así, en 2021 se realizarán mejoras en el Portal de finanzas sostenibles y en el contenido de la Sección del inversor, además de procurar facilitar la accesibilidad de las publicaciones y estadísticas.

Los participantes en la encuesta valoran muy positivamente, dentro del proceso de comunicación, aspectos como la fiabilidad de la información que se recibe de la CNMV, la calidad del servicio prestado en los momentos de contacto, la congruencia de la información que se proporciona con las actuaciones que la CNMV lleva a cabo con posterioridad, la rapidez con la que responde y el nivel de justificación de las respuestas que proporciona.

## Actividad supervisora

En relación con la actividad supervisora, destaca el cumplimiento de los plazos por parte de la CNMV, así como la adecuación de la cantidad de información que los supervisados deben poner a disposición de la institución y de su utilidad para que esta pueda desempeñar sus funciones, proteger a los inversores y actuar ante los distintos riesgos.

En esta área cuentan con peor percepción aspectos como la proporcionalidad en relación con el tamaño de la entidad a la hora de solicitar información con finalidad supervisora, así como la comparabilidad en la exigencia de esta con otros supervisores europeos homólogos.

En relación con esta última cuestión, la CNMV considera esencial, y así está reflejado en sus líneas estratégicas, trabajar para evitar particularidades locales, tanto en la normativa como en las actuaciones supervisoras, que no estén debidamente justificadas.

Además, la CNMV continuará colaborando de forma muy estrecha con el resto de supervisores y organizaciones internacionales, con la finalidad de homogeneizar las prácticas de supervisión, mediante herramientas como los *peer reviews*, y evitar disparidades no justificadas en los mercados de valores.

Del mismo modo, la encuesta pone de manifiesto la conveniencia de continuar el análisis sobre las tasas de la CNMV y de llevar a cabo una labor divulgativa que haga las tasas más comprensibles, para que puedan entenderse como adecuadas y en consonancia con la calidad del servicio prestado.

En este sentido, el Plan de actividades 2021 prevé que la institución realice una propuesta de actualización de la ley de tasas de la CNMV, en cuya revisión se tendrá además en cuenta el objetivo de que el sistema de tasas de la institución contribuya a reforzar la competitividad de los mercados españoles.

## Regulación y relación con el sector

Los resultados de la encuesta también ponen de relieve que, aunque se considera que la CNMV tiene un buen conocimiento del sector que regula (tanto de lo que sucede en él como de los efectos de la regulación sobre las entidades supervisadas), existen algunos aspectos relativos a su relación con el sector a los que convendría prestar más atención.

En este sentido, no se percibe que la institución tenga demasiada capacidad de anticipación y de reacción ante los cambios que se producen, ni que esté fomentando el crecimiento del sector financiero español a nivel internacional a través de su actuación.

Además, tampoco se aprecia que la CNMV esté llevando a cabo una escucha activa de los intereses y opiniones del sector en los procesos regulatorios.

Por ello, y como muestra del compromiso de la CNMV al respecto, se han incorporado como parte del Plan de actividades 2021, algunas medidas

encaminadas a mejorar las consultas públicas en los procesos normativos, a ampliar los canales de comunicación y a impulsar la transparencia de los contactos con los *stakeholders* y otras partes interesadas.

Para mejorar, en la medida de lo posible, la política de consultas públicas, la CNMV ampliará los plazos de las consultas en asuntos no urgentes, continuará con la publicación de las respuestas recibidas a estas, ofreciendo además una explicación *a posteriori* de cómo se han tenido en cuenta las observaciones recibidas, y valorará la convocatoria de *open hearings* para materias especialmente relevantes. Asimismo, reforzará el papel del Comité Consultivo de la CNMV.

Además, para ampliar y mejorar los canales de comunicación, la CNMV, entre otras cuestiones, organizará reuniones y encuentros con la industria para trasladar mensajes y recabar su opinión sobre las actuaciones de la institución y la situación del mercado. Asimismo, se revisarán los canales de comunicación disponibles para asegurar que los participantes puedan plantear sus inquietudes y propuestas de forma adecuada y eficaz.

Por último, al objeto de impulsar la transparencia de los contactos con las partes interesadas, se adoptarán medidas como la publicación periódica de los actos y reuniones de los miembros del Comité Ejecutivo de la CNMV (incluidos el presidente y la vicepresidenta); se publicarán los actos públicos en los que haya participado como ponente el personal directivo de la CNMV, y se dotará de mayor transparencia a la actividad del Comité Consultivo a través de la actualización de la sección en la web destinada al efecto y la publicación de los informes que se emitan en el ejercicio de sus funciones, entre otras cuestiones.

### Fenómenos recientes

En relación con los fenómenos más recientes, a los que la CNMV ha venido prestando especial atención en los últimos años, la encuesta ha puesto de manifiesto un cierto desconocimiento de la actividad de la CNMV a este respecto.

En este sentido, para los encuestados son poco conocidas las actuaciones realizadas por la CNMV para promocionar la incorporación de las empresas *fin-tech* al tejido financiero, atraer a empresas al mercado español como consecuencia del *brexit* o fomentar la sostenibilidad en las actividades de inversión.

Por ello, se hace necesario reforzar la comunicación de la institución en esos ámbitos siguiendo la línea de las actuaciones realizadas para dar a conocer la actividad de la CNMV en el caso de la situación generada por el COVID-19, que sí se ha reconocido como satisfactoria por los encuestados. En concreto, en relación con este aspecto, los encuestados coinciden en señalar la capacidad mostrada por la CNMV para responder ante dicha situación, manteniendo su actividad sin dejar de atender a las nuevas necesidades derivadas de ella, así como para adoptar las medidas suficientes para garantizar la correcta continuidad del funcionamiento de los mercados y proporcionar la información adecuada a sus participantes.

En los próximos años, la CNMV dará un impulso adicional a la comunicación de la institución y a las actuaciones de formación del sector y de los inversores, especialmente en ámbitos novedosos como puede ser la sostenibilidad.

### Conclusión general

Como conclusión general, la encuesta ha permitido conocer mejor la percepción del sector sobre la actuación de la CNMV y facilitará que la institución adopte las medidas necesarias para superar las debilidades percibidas.

De hecho, como se ha señalado, la CNMV ha tenido en cuenta los resultados de la encuesta para elaborar sus Líneas estratégicas 2021-2022 y su Plan de actividades 2021 y se plantea seguir impulsando actuaciones que, por un lado, le permitan dar solución a los puntos débiles detectados y, por otro lado, le posibiliten seguir conociendo las opiniones de las entidades y participantes de todo tipo que tengan relación con la institución.

Por ello, continuando con los ejercicios impulsados por la CNMV en 2018 (Ejercicio de *benchmarking*) y en 2019 (Encuesta entre participantes del mercado sobre el funcionamiento de la CNMV —la encuesta que se está comentando en este recuadro—) para mejorar su funcionamiento, en 2021 se van a realizar nuevas acciones para conocer la opinión y propuestas de mejora de otros *stakeholders* del ámbito de actuación de la CNMV, como son los inversores, los medios de comunicación y otras entidades no directamente supervisadas pero con interés en la actividad desarrollada por la institución (por ejemplo, los académicos o los analistas).

La CNMV valorará también repetir este ejercicio en el futuro y de forma regular con el fin de poder analizar la evolución de la percepción de las entidades y profesionales y valorar si las medidas impulsadas han sido acertadas.

# 11 Otras actividades y áreas de trabajo de la CNMV

## 11.1 Actuación de la CNMV respecto a la actividad *fintech* y la ciberseguridad

Como se acaba de señalar en la sección anterior, la CNMV considera prioritario impulsar la aplicación de las innovaciones tecnológicas a la provisión de servicios financieros siempre vigilando adecuadamente los riesgos que pueden traer aparejados y, específicamente, establecer medidas y controles suficientes para afrontar el riesgo tecnológico en las infraestructuras y en las entidades que prestan servicios en el marco de los mercados de valores. Así se reflejaba en la estrategia del bienio 2019-2020 y en el Plan de actividades del año 2020, en el que se contemplaban objetivos en estos ámbitos.

Las principales líneas de actuación en las que se ha trabajado durante 2020 son las siguientes.

### Portal Fintech

A través de este portal (*innovation hub*), creado en 2016, se ofrecen indicaciones regulatorias a aquellos proyectos 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 innovadores de 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 que recopila las consultas más frecuentes, principalmente aquellas relacionadas con las plataformas de financiación participativa (PFP), el asesoramiento y gestión automatizados y los criptoactivos.

Este punto de contacto también permite que la CNMV conozca 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 hasta el 31 de diciembre de 2020, desglosadas en función del tipo de proyecto asociado (verticales), comparado con las consultas recibidas hasta el 31 de diciembre de 2019.

## Consultas recibidas en el Portal Fintech

CUADRO 11.1.1

Verticales	Acumuladas a (31/12/20)	Año 2019	Año 2020
Plataformas de financiación participativa (PFP)	98	13	10
Criptoactivos y <i>blockchain</i>	129	34	32
<i>Token sales</i>	65	18	16
<i>Marketplaces</i>	33	8	13
Otros	31	8	3
Asesoramiento y gestión automatizadas	69	8	20
Relación con el cliente	14	2	9
Proveedor de tecnología	20	4	41
Otros	105	21	32
<b>Total</b>	<b>435</b>	<b>82</b>	<b>95</b>

Fuente: CNMV.

En 2020 se ha producido un ligero aumento de las consultas recibidas en el portal, entre las que siguen destacando aquellas relacionadas con la tecnología *blockchain* y, en especial, las que se refieren a proyectos basados en la emisión o negociación de criptoactivos. La falta de una regulación específica en materia de criptoactivos<sup>1</sup> hace que existan dudas regulatorias en este tipo de proyectos. En concreto, en 2020 se recibieron 16 *white papers*<sup>2</sup> de proyectos que solicitaban aclarar la naturaleza de los criptoactivos a emitir y, específicamente, si se trataba o no de valores negociables de acuerdo con los criterios de la CNMV. Adicionalmente se recibieron 13 consultas sobre *marketplaces* de criptoactivos de diferente naturaleza.

Por otra parte, en 2020 disminuyeron las consultas relativas a la actividad de las PFP y sobre la aplicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Es probable que la entrada en vigor del nuevo reglamento europeo sobre *crowdfunding*, prevista para finales de 2021, traiga aparejado un aumento de las consultas que se reciban sobre las PFP.

Respecto al asesoramiento y gestión automatizados, se incrementaron sustancialmente las consultas, recibándose un total de 20 a través del portal. Este aumento se debe principalmente al surgimiento de nuevos modelos de servicios y plataformas, algunos de ellos conocidos como *social trading*, que ofrecen al inversor nuevas experiencias y canales en el proceso de inversión. También se recibieron un número relevante de consultas en las que el promotor proporciona tecnología a proveedores de servicios financieros (B2B).

- 1 El Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19 incorpora un nuevo artículo 204 bis en la Ley del Mercado de Valores (LMV) que otorga competencias a la CNMV con el fin de sujetar a control administrativo la publicidad de los criptoactivos y otros activos e instrumentos que no se regulan en la LMV y que se ofrecen como propuesta de inversión. Este precepto habilita a la CNMV a desarrollar mediante circular el ámbito objetivo y subjetivo, así como los mecanismos y procedimientos de control que se aplicarán.
- 2 Documento elaborado por el emisor con carácter previo a la emisión en el que se detallan la funcionalidad y los derechos de los criptoactivos, el proyecto que subyace detrás de su emisión y cómo se va a llevar a cabo.

## Normativa europea en desarrollo

En septiembre de 2020 la Comisión Europea presentó su paquete de finanzas digitales, que incluye diversas iniciativas normativas que tienen como objetivo la adaptación del actual enfoque legislativo a la aplicación de las nuevas tecnologías en los sistemas financieros y la consecuente aparición de nuevos modelos de negocio. Entre estas propuestas destaca un reglamento sobre mercados de criptoactivos, conocido como MiCA (por sus siglas en inglés), que establece un marco normativo para los criptoactivos que no tengan la consideración de instrumentos financieros. Asimismo, se incluye una propuesta de reglamento que establece un marco transversal de resiliencia operativa (ciberseguridad) aplicable a todo el sector financiero y que abarcaría tanto a las infraestructuras como a las entidades que ofrecen servicios en los mercados de valores.

CNMV: Aspectos  
organizativos, económicos  
e institucionales  
Otras actividades y áreas  
de trabajo de la CNMV

### El paquete de recuperación de los mercados de capitales

RECUADRO 26

En julio de 2020, con el objetivo de facilitar la recuperación económica de la crisis provocada por el COVID-19, la Unión Europea (UE) acordó impulsar un paquete de recuperación de los mercados de capitales (*Capital Markets Recovery Package*). Esta iniciativa pretende facilitar el acceso a la financiación de las empresas europeas y, en particular, de las pequeñas y medianas, eliminando formalidades burocráticas e introduciendo medidas cuidadosamente calibradas para aliviar las turbulencias económicas. La negociación de estas medidas ha sido prioritaria para la UE y el acuerdo entre el Consejo y el Parlamento Europeo se ha alcanzado en apenas cinco meses desde la presentación de la propuesta legislativa por parte de la Comisión Europea.

El paquete abarca una serie de propuestas limitadas para ajustar la normativa europea de mercados de capitales. En concreto, se modifican la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID II), el Reglamento de folletos y el marco europeo de titulización. Además, y aunque no estaba inicialmente previsto, se incluye una modificación de la Directiva de transparencia, a fin de permitir a los Estados miembros optar por retrasar un año la obligación para los emisores cuyos valores hayan sido admitidos a negociación en mercados regulados del territorio de la UE de remitir sus estados financieros en el formato electrónico único europeo (ESEF, por sus siglas en inglés).

En lo que respecta a **MiFID II**, las principales modificaciones son las siguientes:

- i) Los requisitos en materia de gobernanza de productos no se seguirán aplicando a los bonos sin más derivados implícitos que una cláusula de reintegración (*make-whole clause*, destinada a proteger al inversor garantizando que, en caso de reembolso anticipado de un bono, el emisor esté obligado a pagar a su tenedor un importe igual a la suma del valor actual neto de los pagos de cupones restantes previstos hasta el vencimiento y el importe principal del bono que deba reembolsarse).

Además, puesto que se considera que las contrapartes elegibles tienen un conocimiento suficiente de los instrumentos financieros, se exime también de los requisitos en materia de gobernanza de productos a los

instrumentos financieros comercializados o distribuidos exclusivamente a contrapartes elegibles.

- ii) Para los servicios prestados a los clientes profesionales y a las contrapartes elegibles, se exige de los requisitos de divulgación de información sobre costes y gastos, salvo en lo relativo a los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras. No obstante, los clientes profesionales conservan la opción de optar por recibir esta información.
- iii) Se permite que las empresas de servicios de inversión (ESI) paguen conjuntamente por la prestación de servicios de análisis y de ejecución, siempre que se cumplan determinadas condiciones: i) que antes de que se presten los servicios de ejecución o de análisis se haya celebrado un acuerdo entre la ESI y el proveedor de servicios de análisis en el que se indique qué parte de los gastos combinados o de los pagos conjuntos por servicios de ejecución e investigación es atribuible al análisis; ii) que la ESI informe a su cliente de los pagos conjuntos por los servicios de ejecución y análisis realizados a proveedores terceros de servicios de análisis, y iii) que el análisis se efectúe sobre emisores cuya capitalización bursátil para los tres años naturales anteriores (desde el inicio de cotización o la creación de la empresa, si no llegara a tres años), sobre la base de las cotizaciones de fin de ejercicio (o sobre la base del capital propio para los ejercicios en los que no cotizaban), no haya sido superior a 1.000 millones de euros.
- iv) Se suspende temporalmente la publicación de los informes de mejor ejecución introducidos por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014.
- v) La información sobre inversiones no debe seguir proporcionándose en papel, sino que debe facilitarse, como opción por defecto, en formato electrónico. No obstante, los clientes minoristas deben tener la opción de solicitar la información en papel.
- vi) En sustitución del régimen actual, que se aplica a todo tipo de contratos sobre materias primas, el nuevo régimen de límites a la posición se aplicará solamente a contratos con subyacente agrícola y a contratos críticos o significativos. En este sentido, se considera que son contratos significativos aquellos que tengan una posición abierta superior a 300.000 lotes. Se excluye del régimen de límites de posición y de los informes diarios de posiciones a los derivados que son valores (*securitised derivatives*) —esto es, *warrants* y certificados— con materias primas como subyacente.

Se introducen, además, nuevas excepciones a la aplicación del régimen de límites de posición.

Por otro lado, la principal modificación del **Reglamento de folletos** consiste en la introducción de un nuevo folleto, que se denomina *folleto de recuperación (EU recovery prospectus)*. Las características básicas de este folleto son las siguientes:



- i) Podrán utilizarlo aquellas empresas cuyas acciones hayan estado admitidas a cotización en un mercado regulado o un mercado de pymes en expansión de forma continua durante, al menos, los 18 meses anteriores a la oferta de acciones o la admisión a cotización.
- ii) Este folleto debe centrarse únicamente en la información esencial que necesitan los inversores para tomar decisiones de inversión informadas y no debe permitir a los emisores pasar de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado.
- iii) Se elaborará un documento único con una extensión máxima de 30 páginas y, adicionalmente, incluirá una nota de síntesis con una extensión máxima de 2. Los emisores podrán decidir el orden en el que se presenta la información.
- iv) Los datos esenciales han de incluir información que abarque específicamente las consecuencias económicas y comerciales, si las hay, de la pandemia del COVID-19, así como, en su caso, el impacto futuro que se prevea.
- v) Se podrá usar este folleto para ofertas que no superen el 150 % del capital en circulación.
- vi) El nuevo régimen se aplicará hasta el 31 de diciembre de 2022, para permitir a los emisores conseguir el capital adicional necesario para superar la crisis del COVID-19.
- vii) Se prevé, asimismo, un plazo reducido (siete días hábiles) para que la autoridad competente notifique al emisor su decisión sobre la aprobación del folleto, y el emisor deberá informar a la autoridad competente al menos cinco días hábiles antes de la fecha prevista para la presentación de una solicitud de aprobación.

Adicionalmente, como parte de este paquete se eleva durante un tiempo limitado (hasta el 31 de diciembre de 2022) el umbral por debajo del cual las entidades de crédito no están obligadas a publicar un folleto para las ofertas o admisiones a cotización en un mercado regulado de determinados valores no participativos. El umbral pasa de 75 a 150 millones de euros, con el fin de promover la captación de fondos para las entidades de crédito y darles margen para que apoyen a sus clientes en la economía real.

Por último, se introducen algunos ajustes en relación con la exigencia de que los intermediarios financieros informen a los inversores de la posibilidad de que se publique un suplemento.

En cuanto a los **ajustes para facilitar la titulización**, el marco existente para la titulización simple, transparente y estandarizada (STS) se extenderá para cubrir las titulizaciones sintéticas. Asimismo, las nuevas normas también eliminan obstáculos para la titulización de exposiciones en mora.

El objetivo de esta reforma es conseguir que se libere capital bancario con más facilidad y permitir a un número más amplio de inversores financiar la recuperación económica.

### La transformación digital de Europa: el paquete de finanzas digitales presentado por la Comisión Europea

RECUADRO 27

La Unión Europea es consciente de que las finanzas digitales contribuirán a una transformación global de la economía y la sociedad, y aportarán importantes beneficios tanto a los consumidores como a las empresas. Por ello se está trabajando en tres pilares:

- La tecnología al servicio de las personas: educación digital, ciberseguridad o la ética en el uso de la inteligencia artificial.
- Una economía digital justa y competitiva: impulso y acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, plataformas digitales responsables, normativa adecuada para evolucionar en un ámbito de justa competencia o contar con datos de alta calidad y adecuada protección de los de carácter personal.
- Una sociedad abierta, democrática y sostenible: la tecnología es imprescindible para reducir las emisiones de carbono y que Europa pueda ser climáticamente neutra en 2050, para que los ciudadanos tengan control sobre sus datos o en la lucha contra la desinformación.

Entre los objetivos más relevantes, destacan los siguientes:

- La innovación y las finanzas digitales crearán oportunidades para desarrollar mejores servicios y productos financieros, con un particular beneficio para aquellas personas que actualmente no pueden acceder fácilmente a ellos. Todo ello contando con una sólida regulación que contemple los riesgos específicos para el consumidor que conllevan los nuevos modelos de negocio y los productos y servicios ofrecidos.
- Nuevas formas de canalizar la financiación hacia las pequeñas y medianas empresas.
- Mejorar la integración de los mercados financieros en la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales.

Respecto al impulso de la innovación y las nuevas tecnologías anteponiendo la protección del inversor, en septiembre de 2020 la Comisión Europea publicó un paquete de medidas sobre finanzas digitales que incluía:

- Una propuesta de reglamento sobre mercados de criptoactivos, conocido como MiCA (por sus siglas en inglés), que establece un marco normativo para los criptoactivos que no tienen la consideración de

instrumentos financieros. Identifica tres tipos de criptoactivos: los *e-money-tokens* que son respaldados por una única divisa fiat, los que se respaldan con una cesta de activos (divisas, *commodities* u otros criptoactivos) y el resto de criptoactivos. Para la emisión de cada uno de ellos se establecen requerimientos y procedimientos específicos y se regula su comercialización, negociación y, en general, la prestación de servicios relacionados con ellos, lo que incluye un régimen de autorización para los proveedores que presten servicios relativos a todos los criptoactivos.

- Una propuesta de reglamento que permitirá establecer un régimen piloto para las infraestructuras de mercado que utilicen tecnologías de registros distribuidos. Podrían solicitar su admisión a este espacio operadores de mercado o empresas que presten servicios de inversión que puedan realizar esta actividad, así como los depositarios centrales de valores que utilicen esta tecnología. A los cinco años de funcionamiento de este régimen piloto, y en función de los resultados obtenidos, se podrán llevar a cabo acciones regulatorias que eliminen los obstáculos existentes para el uso pleno de estas tecnologías en las infraestructuras de los mercados.
- Una propuesta de reglamento que establece un marco transversal de resiliencia operativa (ciberseguridad) en todo el sector financiero y que abarcaría tanto a las infraestructuras como a las entidades que ofrecen servicios en los mercados de valores. El reglamento trata, entre otras cuestiones, la gestión del riesgo, las comunicaciones de incidentes, las pruebas de los sistemas y la gestión de las terceras partes. Aborda también el riesgo de concentración de los proveedores de servicios en la nube en Europa y constituye un marco de pruebas avanzado para entidades significativas.
- Una propuesta de directiva cuyo objetivo es modificar otras directivas para permitir la puesta en práctica de los anteriores reglamentos.

### Actividad internacional

La CNMV ha estado participando muy activamente en los grupos de trabajo internacionales que se han creado en materia de innovación y de ciberseguridad. En concreto, cabe destacar que en el ámbito europeo se contribuye en materia de innovación en el Financial Innovation Standing Committee (FISC) de ESMA y sus subgrupos específicos, y en el European Financial European Facilitators (EFIF) respecto a las herramientas con las que pueden contar las autoridades para su impulso. En la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) se colabora en grupos de trabajo relativos a aspectos que tienen un impacto global, como los criptoactivos.

### Ciberseguridad

Cumpliendo con los objetivos del Plan de actividades de los últimos ejercicios, desde el año 2019 la CNMV viene realizando actuaciones encaminadas a conocer qué medidas han adoptado las empresas de servicios de inversión (ESI) y las sociedades

gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) en materia de gestión de riesgos tecnológicos y ciberseguridad.

En concreto, en el primer trimestre de 2020 se envió un cuestionario, en colaboración con el Centro Criptológico Nacional (CCN), para recabar información sobre ciberseguridad de las entidades supervisadas por la CNMV, con la finalidad de evaluar el grado de madurez de estas entidades en la materia.

A través de este cuestionario se recabó información sobre seis aspectos relevantes:

- **Recursos** con los que cuentan las entidades para gestionar adecuadamente el riesgo tecnológico. Se pretende medir el esfuerzo que realizan en este ámbito desde el punto de vista económico, así como de algunas acciones complementarias.
- **Aspectos organizativos** implantados y procedimientos elaborados y conocidos por los miembros de la organización. Se pide información sobre el grado de implicación de la alta dirección y cómo se documentan y solucionan las vulnerabilidades a nivel global de la entidad.
- **Aspectos operacionales** que recogen las medidas implementadas para proteger la operativa del sistema y cómo se realiza el análisis de riesgos que permita validarlas.
- Aspectos relativos a los **servicios externos** contratados, ya que resulta habitual que determinadas tareas no las realicen directamente las entidades o que ciertos recursos necesarios para su actividad no sean propios. En este caso, las entidades deben gestionar convenientemente la contratación de estos servicios, acordando un nivel de servicio adecuado y asegurarse de que los proveedores cumplen con una serie de requisitos, con el fin de garantizar la seguridad de la información y la correcta prestación de los servicios.
- **Medidas de protección** centradas en activos concretos, según su naturaleza, con el nivel requerido en cada dimensión de seguridad. Estas medidas van orientadas a la protección de las instalaciones y las infraestructuras, la gestión del personal, la protección de los equipos y comunicaciones, de los soportes de información y de las aplicaciones informáticas.
- Aspectos relativos a la protección de **datos personales** y las normas relativas a la libre circulación de estos datos.

De forma general, y considerando todos los aspectos abordados en el cuestionario, se obtuvo una visión global de cómo las entidades objeto del cuestionario abordan la gestión del riesgo tecnológico, pudiéndose concluir que estas muestran **un grado de madurez alto en la gestión del riesgo tecnológico**. No obstante, se han detectado determinados aspectos que tienen margen de mejora, sobre todo teniendo en cuenta el nuevo marco regulatorio en la materia en proceso:

- La propuesta de reglamento europeo sobre resiliencia operativa (DORA), que abarca a todos los actores del sistema financiero y recoge de forma amplia los aspectos relativos a la gestión del riesgo tecnológico.
- Las guías de ESMA sobre proveedores de servicios en la nube.

- La nueva directiva relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de ciberseguridad en la Unión (Directiva NIS).

## Formación interna

Durante el año 2020 se han organizado sesiones de formación específicas dirigidas a todo el personal de la CNMV sobre nuevas tecnologías relativas a servicios en la nube (3 ediciones). Estas sesiones están enfocadas a conocer los servicios en la nube, cada vez más utilizados por las entidades bajo la supervisión de la CNMV, 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.

## 11.2 Actividad de asesoramiento en proyectos normativos y otras solicitudes de información

Tal como prevé el artículo 17.3 de la Ley del Mercado de Valores, la CNMV asesora al Gobierno y al Ministerio de 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 2020 la CNMV ha analizado y remitido observaciones en relación con diversos proyectos normativos. Entre ellos, cabe citar el relacionado con el **establecimiento de un *sandbox* regulatorio** para facilitar la innovación en los servicios financieros, ley que finalmente fue publicada en el mes de noviembre<sup>3</sup>, y la reactivación de los trabajos para la elaboración de una **nueva Ley del Mercado de Valores y su correspondiente normativa de desarrollo**. Asimismo, se ha realizado una labor relevante en proyectos relacionados con la transposición de normas de la Unión Europea: la **Directiva sobre derechos de los accionistas**<sup>4</sup>, la **Directiva relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión**<sup>5</sup>, la **Directiva de distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva**<sup>6</sup>, la **Directiva sobre reestructuración y resolución de entidades (BRRD II)**<sup>7</sup> y la **Directiva de recursos de capital (CRD V)**<sup>8</sup>.

---

3 Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero.

4 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.

5 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.

6 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.

7 Directiva (UE) 2019/879 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como la Directiva 98/26/CE.

8 Directiva (UE) 2019/878 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta a los entes exentos, las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera, las remuneraciones, las medidas y las facultades de supervisión y las medidas de conservación del capital.

La CNMV está colaborando con el Gobierno en las negociaciones de estas normativas en Europa y desde los grupos de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

### Espacio controlado de pruebas: el *sandbox* español

RECUADRO 28

El 14 de noviembre de 2020 se publicó en el *Boletín Oficial del Estado (BOE)* la Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero<sup>1</sup> (en adelante Ley del *sandbox*), que abre la puerta al denominado *sandbox* regulatorio en España. Esta ley tiene como objetivo impulsar la innovación mediante la eliminación de obstáculos regulatorios, estableciendo canales de colaboración entre las entidades y las autoridades a través de un único punto de contacto, con procesos transparentes y ágiles. A su vez, pretende garantizar que la transición hacia un sistema financiero digital no origine efectos negativos en términos de protección al consumidor, estabilidad financiera e integridad de los mercados financieros. Con fecha 15 de diciembre de 2020 se publicó la convocatoria de acceso al espacio controlado de pruebas. El periodo para la presentación de solicitudes por los promotores comenzó el 13 de enero de 2021 y finalizó el 23 de febrero de 2021.

El *sandbox* se enmarca dentro de un régimen regulatorio especial que permite que las empresas reguladas o no reguladas prueben y experimenten proyectos innovadores de base tecnológica aplicables al sistema financiero. Todo esto puede dar lugar a nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos, productos u otros tipos de servicios financieros. Las pruebas se realizan en un entorno controlado y seguro, en el que se lleva a cabo una monitorización por parte de los supervisores. Además, se suelen establecer previamente unos parámetros entre las autoridades competentes y los promotores para definir las limitaciones, el alcance y las salvaguardias para los usuarios que participarán en las pruebas. Todos estos elementos quedan definidos en un acuerdo o protocolo.

El espacio controlado de pruebas cuenta con tres elementos clave para comprender su funcionamiento: es un entorno controlado seguro para los participantes, sirve como instrumento regulador que permite identificar enmiendas regulatorias y mejorar el control del cumplimiento normativo de la legislación actual, y se rige por un esquema ley-protocolo. Además, es importante destacar que los promotores no estarían realizando una actividad regulada —al no llevarse a cabo de forma habitual y profesional, y que, por tanto, no estaría sujeta a una autorización—, aunque sí están obligados a cumplir con las disposiciones establecidas en la Ley del *sandbox* y el protocolo correspondiente.

La Ley del *sandbox* establece los siguientes **criterios de elegibilidad para obtener una evaluación favorable** con el fin de entrar en el espacio controlado de pruebas. Estos requisitos son los siguientes:

- i) Los proyectos deben aportar innovación de base tecnológica aplicable en el sistema financiero.
- ii) Dicha innovación debe encontrarse suficientemente avanzada para probarse, es decir, los proyectos deben presentar un prototipo que ofrezca

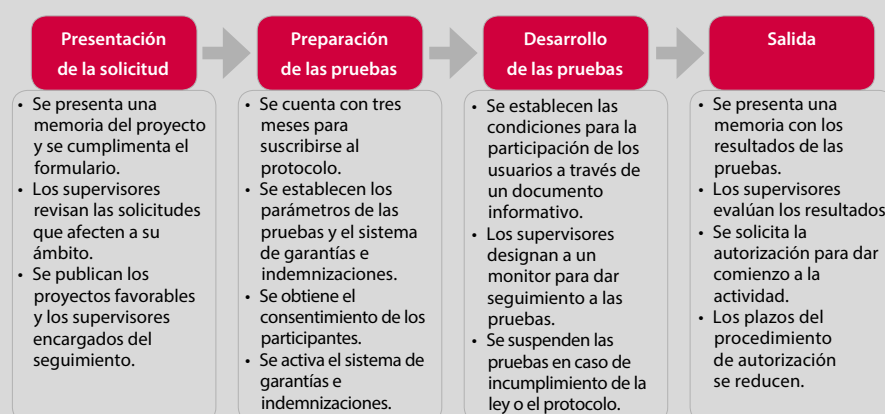
una funcionalidad mínima para probar su utilidad y, a su vez, permita su viabilidad futura.

- iii) Los proyectos deben aportar valor añadido o potencial utilidad en al menos uno de los siguientes aspectos:
- Facilitar el cumplimiento normativo mediante la mejora u homogenización de procesos u otros instrumentos.
  - Aportar algún beneficio para los usuarios de servicios financieros en términos de reducción de costes, mejora de calidad o condiciones de acceso y disponibilidad de la prestación de servicios financieros, o un aumento de protección a la clientela.
  - Incrementar la eficiencia de las entidades o los mercados.
  - Proporcionar mecanismos para mejorar la regulación o la labor de la supervisión financiera.
- iv) Se tendrá en consideración la repercusión del proyecto piloto en el sistema financiero español.
- v) En ningún caso podrán acceder al espacio controlado de pruebas aquellos proyectos que sean similares a otros, es decir, los que tengan una naturaleza análoga y que estén dirigidos a los mismos destinatarios.

La Ley del *sandbox* establece distintas fases en el proceso, que se resumen en el gráfico siguiente:

Esquema fases del espacio controlado de pruebas

GRÁFICO R28.1



Fuente: CNMV.

El *sandbox* español es de los más completos y ambiciosos, puesto que están involucrados los tres supervisores financieros existentes (Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones) y, adicionalmente, autoridades como SEPBLAC o la Agencia Española de Protección de Datos, que participarán en los proyectos que así lo requieran. Por tanto, el alcance de los proyectos que se pueden presentar abarca una gama amplia de productos y servicios financieros, y va a exigir un gran esfuerzo en la cooperación y coordinación por parte de las autoridades para dar una respuesta

conjunta a todos los proyectos que lo requieran. Asimismo, los resultados obtenidos de los desarrollos de las pruebas se tendrán en consideración para realizar modificaciones y simplificaciones a la legislación actual (por ejemplo, eliminando obstáculos y duplicidades innecesarias, estableciendo procedimientos más ágiles y flexibilizando cargas administrativas), con el fin de impulsar un marco regulatorio eficiente que favorezca la innovación.

La primera convocatoria del *sandbox*, con un periodo de solicitudes abierto desde el 13 enero al 23 de febrero de 2021, recibió un total de 67 solicitudes, de las cuales 18 han tenido una evaluación previa favorable.

De los proyectos admitidos en esta primera convocatoria, 10 corresponden al Banco de España, 4 a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y 4 a la CNMV.

Los proyectos aceptados tienen como objetivos, entre otros, facilitar el acceso de las empresas a la financiación, la disminución de costes mejorando la eficacia en la gestión y el aumento del cumplimiento normativo por parte de empresas del sector financiero.

En los próximos meses se llevará a cabo la negociación entre el supervisor financiero competente y el promotor del proyecto del protocolo por el que se regirá el periodo de pruebas.

Es previsible que se publiquen unas guías para facilitar la presentación de nuevos proyectos a sucesivas convocatorias del *sandbox*, aprovechando las lecciones aprendidas en esta primera experiencia.

1 <https://www.boe.es/eli/es/l/2020/11/13/7>

A nivel de normativa europea, se ha colaborado con la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional en las negociaciones europeas sobre el **Paquete de recuperación de los mercados de capitales (*Capital Markets Recovery Package*)**, que la Unión Europea ha impulsado con el objetivo de facilitar la recuperación económica de la crisis provocada por el COVID-19 facilitando el acceso a la financiación de las empresas europeas y, en particular, de las pequeñas y medianas. Este paquete abarca una serie de modificaciones limitadas de la normativa europea de mercados de capitales: la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID II), el Reglamento de folletos y el marco europeo de titulización.

Adicionalmente, en 2020 la CNMV ha recibido más de un centenar de solicitudes de información procedentes del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, de las cuales una treintena corresponden a iniciativas y preguntas parlamentarias sobre diversos asuntos.

### 11.3 Estabilidad financiera

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



materia de estabilidad financiera se ha orientado hacia el sistema bancario, prestando especial atención al tamaño y la solvencia de las entidades a nivel individual. Sin embargo, la crisis financiera global puso de manifiesto que otros actores y actividades desarrolladas al margen del negocio bancario podían constituir una fuente de riesgo sistémico en determinadas circunstancias. En este contexto los trabajos relacionados con la identificación de riesgos y la estabilidad financiera en el ámbito no bancario han avanzado sensiblemente durante los últimos años.

La CNMV, como otras autoridades supervisoras de los mercados de valores, y de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, no contaba en su origen con un mandato específico relacionado con el seguimiento del riesgo sistémico y el mantenimiento de la estabilidad financiera, pero sí tenía explícitamente asignadas determinadas funciones relacionadas con esta materia<sup>9</sup>. Formalmente, las funciones y tareas de la CNMV relativas a la estabilidad financiera fueron incluidas en el Reglamento de Régimen Interior de la institución en 2016. Posteriormente, el Plan de actividades 2017 de la institución incluyó el impulso del análisis y el seguimiento de la estabilidad financiera en materias relacionadas con los mercados de capitales como una de sus cuatro líneas estratégicas, que ha mantenido su relevancia en años posteriores.

A continuación se describen los trabajos más importantes que la CNMV desarrolló en este ámbito en 2020, trabajos que tienen una naturaleza muy heterogénea y que incluyen el desarrollo continuo de análisis y herramientas orientadas a la identificación de riesgos, la publicación de informes en los que se describen las principales vulnerabilidades y fuentes de riesgo en materias propias de la institución, la evaluación de la idoneidad de las herramientas macroprudenciales y su puesta en marcha, el mantenimiento de planes de resolución de las empresas de servicios de inversión y de las infraestructuras de los mercados y la participación en diferentes grupos nacionales e internacionales dedicados a esta materia.

Los análisis de identificación de riesgos se realizan en base continua pero se intensificaron en el contexto de la crisis; de esta forma se prestó una atención especial a los riesgos que asumieron los fondos de inversión para afrontar en momentos determinados el aumento significativo de los reembolsos que se produjo, así como los riesgos que soportaron las infraestructuras de los mercados financieros. En ambos casos, la cooperación entre la institución y las entidades afectadas fue clave para asegurar la resiliencia de todas ellas en el contexto de la crisis (véase recuadro 3).

En el ámbito particular de los fondos de inversión, continuaron los trabajos relacionados con los dos aspectos más relevantes de estas instituciones desde el punto de vista de la posible generación o propagación del riesgo sistémico: la liquidez y el apalancamiento. Desde la perspectiva de la liquidez, además de incidir en el cálculo de diferentes métricas que permitan evaluar la parte de la cartera de los fondos que puede considerarse líquida, se finalizó el desarrollo de una metodología de cierta complejidad que permite evaluar la resistencia de estas instituciones en un marco de estrés en el que aumenten de forma sustancial los reembolsos de los partícipes. Estos ejercicios, conocidos como *test de estrés*, muestran que, en general, la industria de los fondos de inversión españoles es altamente resistente, pues se identifican apenas unos pocos fondos que experimentarían dificultades en escenarios muy extremos.

---

9 Para una información detallada sobre la participación de la CNMV en la política macroprudencial véase el informe publicado en 2019: CNMV - Otros documentos de interés.

En relación con el apalancamiento de los fondos alternativos<sup>10</sup>, los análisis efectuados hasta el momento ponen de manifiesto que el apalancamiento que muestran estas instituciones (incluido el que se consigue mediante el uso de derivados) no es elevado ni generalizado entre esos fondos. Únicamente se han identificado unas pocas instituciones de tamaño pequeño que hacen un uso más intensivo de este.

Una parte de los análisis que realiza la institución en materia de estabilidad financiera se hace pública en dos tipos de informes: la *Nota de estabilidad financiera* y el *Monitor de la intermediación financiera no bancaria*. En la *Nota de estabilidad financiera*, de carácter trimestral, se describen las principales fuentes de riesgo relacionadas con los mercados financieros y la valoración de las categorías de riesgo más importantes. En 2020 las fuentes de riesgo que recibieron más atención en estos informes estuvieron relacionadas con el deterioro del entorno macroeconómico con el inicio de la crisis, con el mantenimiento de un contexto de tipos de interés ultrarreducido, con algunas incertidumbres de carácter político y con los retos que supone el aumento de las actividades no presenciales. En cuanto a la valoración de las categorías de riesgos financieros, se incidió en la relevancia de los riesgos de mercado y de liquidez en determinados segmentos del mercado de renta fija. Por su parte, el *Monitor de la intermediación financiera no bancaria* (IFNB) delimita las entidades y los activos que forman parte de esta en el caso español (6,6 % del sistema financiero en la medida más restringida o estricta que propone el Consejo de Estabilidad Financiera —FSB—) y describe sus riesgos más importantes. Cabe señalar que en España más del 85 % de los activos de la IFNB corresponde a fondos de inversión.

El análisis sobre la idoneidad y el uso de las herramientas macroprudenciales forma parte de un proceso dinámico en el que la identificación de una nueva necesidad puede dar lugar a la adopción de una nueva herramienta. Esto sucedió en 2020, en las primeras etapas de la crisis, cuando se decidió aprobar una nueva herramienta de gestión de la liquidez en el ámbito de los fondos de inversión que consiste en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para efectuar reembolsos, con independencia de lo que señale el reglamento de gestión del fondo. Esta herramienta, regulada por el 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, se unió a otras dos que también fueron aprobadas hace relativamente poco tiempo<sup>11</sup>, por las cuales la CNMV puede: i) requerir el refuerzo del nivel de liquidez de las carteras de una o más IIC de forma temporal y por razones de estabilidad financiera e ii) introducir límites y condiciones a las actividades de las entidades supervisadas por la CNMV con la finalidad de evitar un endeudamiento excesivo del sector privado que pueda afectar a la estabilidad financiera.

En el marco de la gestión de las herramientas macroprudenciales también es importante señalar la decisión de la CNMV de restringir la operativa en corto sobre valores cotizados en mercados de valores que se realizó a mediados de marzo de 2020 durante un mes —que se prorrogó a dos—, en atención a la excepcionalidad de la situación y la incertidumbre existente en el mercado, que podría estar reforzando la tendencia vendedora y alentando una espiral bajista. Decisiones similares fueron

---

10 El artículo 25 de la Directiva de gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) establece la obligación, por parte de las autoridades nacionales competentes (ANC), de llevar a cabo un seguimiento periódico del nivel de apalancamiento asumido por los fondos de inversión alternativa (FIA en español o AIF por sus siglas en inglés) y su posible contribución a la inestabilidad financiera (riesgo sistémico).

11 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

adoptadas por las autoridades supervisoras equivalentes a la CNMV de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia. El análisis posterior que se hizo al finalizar el periodo de restricción determinó que su impacto en el mercado había sido reducido, registrando una leve pérdida de liquidez en los valores afectados por ella (véase recuadro 4).

Finalmente la CNMV participa en diferentes foros y grupos nacionales e internacionales con el fin de compartir e intercambiar información en esta materia, así como de contribuir en la realización de trabajos específicos. En la esfera nacional la participación más relevante se produce en el seno de la autoridad macroprudencial española, la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), constituida en 2019 y presidida por la vicepresidenta segunda del Gobierno y ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital y en la que participan representantes del propio Ministerio, del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Existe un comité técnico y el consejo es el órgano del máximo nivel. En 2020 se incrementó sensiblemente la frecuencia de las reuniones de estos grupos para realizar un seguimiento adecuado de la crisis. Además se hizo la contribución pertinente para el *Informe anual* que publica esta institución en las materias de mercados de valores e IFNB y se participó en dos grupos de trabajo cuyo objetivo era evaluar el grado de interconexión entre las diferentes partes del sistema financiero e identificar las consecuencias en términos de estabilidad financiera de las medidas fiscales adoptadas por el Gobierno.

En el ámbito internacional la CNMV participa en grupos específicos cuyo trabajo consiste en la identificación de riesgos o amenazas para la estabilidad financiera, algunos de los cuales han sido mencionados en el capítulo de actividad internacional (FSB, IOSCO, ESMA y ESRB). En 2020 la actividad de estos grupos se intensificó como consecuencia de la crisis, creándose en algunos casos determinados subgrupos de trabajo para evaluar algunas de las fragilidades puestas de manifiesto durante esta. Así, por ejemplo, la CNMV participó en varias iniciativas orientadas a evaluar las condiciones de liquidez en los mercados financieros y, en particular, de los fondos de inversión, así como el uso de las herramientas de gestión de la liquidez en este contexto.

En el ámbito europeo, la Junta Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB por sus siglas en inglés) —en la que la CNMV participa a través del Comité técnico, del consejo y de algunos grupos de expertos específicos como el NBEG (Expert Group on Non-Bank Financial Intermediation)— también realizó un trabajo intenso en 2020 que acabó dando lugar a una serie de recomendaciones, algunas de las cuales afectan a la CNMV o a entidades bajo la supervisión de las autoridades de valores. Algunas de estas recomendaciones están relacionadas con la limitación al reparto de dividendos de las entidades financieras, con los riesgos de liquidez de los fondos de inversión, con los riesgos derivados del ajuste de los márgenes de garantía en las cámaras de contrapartida central por sus miembros compensadores o por las contrapartes de contratos no compensados en ECC, y con la evaluación de las medidas fiscales adoptadas por las administraciones en el contexto de la crisis y su posible repercusión en términos de estabilidad financiera.

## 11.4 Seguimiento, análisis y actuaciones sobre los asuntos fiscales que puedan repercutir en el mercado de valores

La normativa fiscal influye de manera notable en la estructura del mercado en los diferentes países europeos y, en particular, en el modo en que se comercializan en cada uno de ellos los productos de inversión. El elemento fiscal es un aspecto adicional a tener en cuenta para evitar los efectos indeseados de la deslocalización de la actividad y la pérdida de competitividad del mercado español.

A la vista de la relevancia de estos asuntos, a finales de 2019 se designó una unidad, dentro del Departamento de Estrategia e Innovación, encargada de realizar el seguimiento de los asuntos fiscales que puedan tener incidencia en el mercado de valores y, en concreto, vigilar los posibles conflictos con los objetivos de la regulación financiera (transparencia, protección del inversor y eficiencia del mercado de capitales como fuente de financiación de las empresas y alternativa para el ahorro a largo plazo) para, en su caso, formular propuestas dirigidas a evitar o anticipar posibles efectos indeseados.

Durante el año 2020, esta unidad ha impulsado diversas actuaciones que se han concretado fundamentalmente en realizar un seguimiento de los desarrollos normativos y de las respuestas a consultas emitidas por la Dirección General de Tributos y en elaborar informes internos sobre asuntos fiscales para contribuir a fijar posiciones estratégicas de la institución.

En concreto, y conforme a lo previsto en el Plan de actividades de la CNMV, en 2020 se ha elaborado un estudio para analizar en qué medida las disposiciones fiscales están alineadas con los objetivos de la normativa relativa a la distribución de productos financieros y, en general, a la prestación de servicios de inversión. En dicho informe se abordan, entre otros asuntos, las cuestiones que han ido surgiendo en los últimos años que relacionan aspectos fiscales y financieros como, por ejemplo, los efectos fiscales derivados de la implantación de la Directiva MiFID II (relacionados básicamente con los servicios de asesoramiento independiente y gestión discrecional de carteras, la devolución de retrocesiones, los servicios de análisis financiero y las comisiones de administración y custodia de participaciones y acciones de IIC), el impuesto sobre transacciones financieras o la preocupación del sector del capital riesgo ante los posibles efectos que la aclaración de los criterios establecidos para la consideración de entidades extranjeras en el régimen de atribución de rentas podría implicar para los fondos de fondos de entidades de capital riesgo.

Si bien las conclusiones y posibles propuestas concretas se están analizando internamente, el informe viene a reafirmar que es necesario avanzar en tres ámbitos complementarios: la armonización fiscal a nivel nacional y europeo, la coordinación entre la regulación financiera y fiscal desde las fases iniciales, y la introducción de conceptos básicos de fiscalidad en la educación financiera.

La CNMV seguirá prestando especial atención al seguimiento de los asuntos fiscales que puedan repercutir en el mercado de valores y para ello se fomentará la interacción con los reguladores y supervisores financieros y con las autoridades fiscales, y se promoverá una mayor interlocución con el sector.

## 12 Organización

### 12.1 Recursos humanos y organización

#### Evolución de la plantilla y procesos de selección de personal

A finales de 2020 la CNMV contaba con una plantilla de 435 empleados. Durante el ejercicio se produjeron 9 altas y 15 bajas.

En los cuadros 12.1.1 y 12.1.2 se muestra la distribución del personal de la CNMV por categorías profesionales y por departamentos.

#### Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 12.1.1

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2019			2020		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Personal de servicios	8	8	–	8	8	–
Administrativos y operadores informáticos	54	10	44	53	10	43
Técnicos	354	164	190	351	159	192
Dirección	25	17	8	23	16	7
<b>Total</b>	<b>441</b>	<b>199</b>	<b>242</b>	<b>435</b>	<b>193</b>	<b>242</b>

Fuente: CNMV.

Durante 2020 se han llevado a cabo varios procesos selectivos, según lo previsto en la Oferta de Empleo Público correspondiente. Como resultado de la declaración del estado de alarma durante la pandemia, dichos procesos tuvieron que ser suspendidos, con lo que se experimentó una demora importante. Su efecto real en la plantilla, en términos de crecimiento neto, se materializará a lo largo del año 2021. Esta situación es la razón fundamental del decrecimiento de la plantilla de un 1,36 % que se observa en 2020, aparte de las bajas que se han producido.

Como resultado de la Oferta de Empleo Público de 2017, en enero de 2020 se incorporaron 2 candidatos seleccionados de una convocatoria de técnicos. Con respecto a las Ofertas de Empleo Público de 2018 y 2019, para la cobertura de un total de 15 y 9 plazas, respectivamente, durante 2020 se han desarrollado y finalizado los procesos de selección para cubrir 13 plazas, cuya incorporación se producirá durante el primer trimestre de 2021, y se han llevado a cabo diferentes fases de los procesos de selección para cubrir las 11 plazas restantes, que se espera estén finalizados, previsiblemente, durante el primer semestre de 2021.

Finalmente, durante 2020, se han llevado a cabo dos procesos de selección de movilidad interadministrativa; uno de ellos ha quedado desierto y el otro se espera que finalice en el primer trimestre de 2021.

Con el objetivo de promover y facilitar la movilidad interna, durante este ejercicio se realizaron 8 convocatorias de selección internas, ofertando un total de 24 plazas, para la cobertura de puestos de subdirector (2), técnico (15), administrativo (6) y secretario (1) para diferentes departamentos.

### Distribución del personal por departamentos de la CNMV

CUADRO 12.1.2

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2019			2020		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Direcciones generales	346	153	193	340	147	193
Entidades	128	56	72	126	54	72
Mercados	121	56	65	118	54	64
Servicio jurídico	44	19	25	43	18	25
Política estratégica y asuntos internacionales	53	22	31	53	21	32
Departamentos	84	43	41	85	42	43
Presidencia, Vicepresidencia y Consejo	11	3	8	10	4	6
<b>Total</b>	<b>441</b>	<b>199</b>	<b>242</b>	<b>435</b>	<b>193</b>	<b>242</b>

Fuente: CNMV.

### Acciones formativas

En el marco de su programa de formación, la CNMV puso en marcha durante 2020 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 1.879 horas de formación (73 % de la formación total impartida), en las que participó el 64 % de la plantilla.
- Acciones formativas impartidas internamente, en las que participó un 10 % de la plantilla. Se impartieron un total de 43 horas.
- Acciones formativas individuales, con un total de 654 horas impartidas, en las que participó el 3 % de la plantilla.

El programa de formación supuso en 2020 la realización de un total de 28 acciones formativas y 2.576 horas de formación. El 67 % de la plantilla participó en alguna de las acciones formativas planificadas.

## Distribución de la formación por área formativa

CUADRO 12.1.3

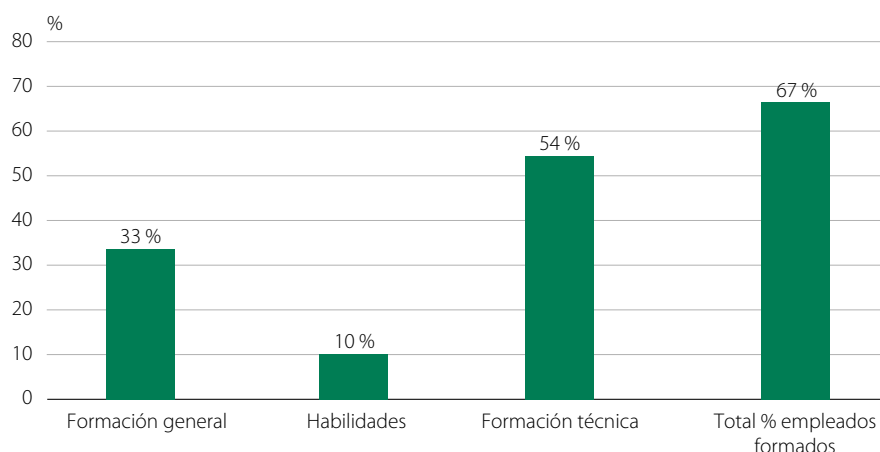
CNMV: Aspectos  
organizativos, económicos  
e institucionales  
Organización

	N.º participantes	Empleados formados (% sobre plantilla)	Horas de formación
Formación general	132	33	365
Habilidades	43	10	43
Formación técnica	355	54	2.168
<b>Total</b>	<b>530</b>	<b>67</b>	<b>2.756</b>

Fuente: CNMV.

## Empleados formados por tipo de formación

GRÁFICO 12.1.1



Fuente: CNMV.

Como en años anteriores, se puso en marcha una nueva edición del programa de idiomas, del que se benefició el 47 % de la plantilla. Los participantes recibieron un total de 8.753 horas de formación, lo que supone un promedio de 43 horas por empleado formado. Dentro de dicho programa, con el objetivo de facilitar el perfeccionamiento del idioma correspondiente (inglés, francés o alemán), se ofreció la posibilidad de realizar cursos de verano en España, tanto residenciales como no residenciales. Con carácter excepcional, por la situación derivada del COVID-19, no se contempló la posibilidad de realizar formación en idiomas en la modalidad de cursos intensivos de idiomas en el extranjero. En total, la participación en los cursos de verano fue del 7 % de la plantilla, con 930 horas de formación realizadas.

## Distribución del programa de idiomas. 2020

CUADRO 12.1.4

	N.º de participantes	% participación sobre plantilla <sup>1</sup>	Horas de formación impartidas
<b>Programa de idiomas 2019-2020</b>	<b>252</b>	<b>47</b>	<b>8.753</b>
Programa anual inglés	187	43	6.917
Programa anual otros idiomas	31	7	905
Programa idiomas de verano	29	7	930

Fuente: CNMV. (1) Empleados formados sobre plantilla.

## Otras iniciativas destacadas en el ámbito de los recursos humanos

En 2020, y como consecuencia de la situación provocada por la pandemia, durante gran parte del segundo trimestre del año la totalidad de la plantilla ha desempeñado su actividad en modalidad no presencial. A partir del mes de junio se ha comenzado una reincorporación escalonada adaptada a las circunstancias epidemiológicas del momento. Se ha elaborado un plan de reincorporación incluyendo medidas higiénicas básicas, de distanciamiento interpersonal, y organizativas con el fin de asegurar una incorporación segura, así como los correspondientes protocolos de actuación dirigidos a la prevención del contagio.

Además, durante el segundo semestre de 2020 se ha puesto en marcha el proyecto para desarrollar una nueva intranet adaptada a las necesidades actuales de la CNMV, con una interfaz moderna disponible para diferentes tipos de dispositivos electrónicos, que permitirá mejorar la comunicación interna con los empleados. Se espera que pueda estar operativa en el primer semestre de 2021.

Durante 2020, se ha continuado con la negociación del I Convenio Colectivo de la CNMV y se prevé que pueda estar finalizado y aprobado a lo largo de 2021.

## Novedades en el ámbito de la organización

Con fecha 15 de diciembre de 2020, se produjo el cese, por expiración del mandato, de don Sebastián Albella Amigo y de doña Ana María Martínez-Pina García como presidente y vicepresidenta, respectivamente, de la CNMV.

En la misma fecha anterior, y con efecto 16 de diciembre de 2020, se designó a don Rodrigo Buenaventura y a doña Montserrat Martínez Parera, como presidente y vicepresidente, respectivamente, de la CNMV.

## 12.2 Sistemas de información

### Introducción

Para cumplir con las funciones que tiene encomendadas en el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV (artículo 33, punto 2), el Departamento de Sistemas de Información se estructura en dos áreas: Desarrollo e Infraestructura.

Las funciones del área de Desarrollo son:

- 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.



Las funciones del área de Infraestructura son:

- Planificar, probar, instalar y mantener los equipamientos físicos, lógicos y de comunicaciones de voz y datos de las infraestructuras informáticas.
- Velar por la seguridad de los sistemas informáticos de la CNMV.
- 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.

### Impacto de la situación sanitaria

En el mes de marzo la totalidad de la plantilla de la CNMV pasó a realizar su actividad en régimen de teletrabajo, siguiendo las indicaciones de las autoridades sanitarias.

La situación el 1 de marzo en cuanto a la posibilidad de realizar teletrabajo estaba de la siguiente manera:

- En el programa de teletrabajo para el personal había 90 personas que disponían de los medios necesarios y teletrabajaban 1 día a la semana.
- La práctica totalidad de los directivos también disponían de los medios necesarios para realizar su actividad en régimen de teletrabajo.
- En ese momento se estaba equipando a las 119 personas adscritas a puestos críticos que no disponían de los medios necesarios.
- El sistema estaba preparado para que 130 usuarios pudieran estar en el mismo momento teletrabajando.
- El acceso en teletrabajo a los puestos virtuales de los usuarios se realiza a través de VPN.

En previsión de la situación que se produjo pocos días después, desde finales del mes de febrero se iniciaron los trabajos para la ampliación del número de puestos virtuales y de su capacidad de proceso con el fin de poder prestar el servicio adecuado a todos los usuarios del sistema en la modalidad de teletrabajo.

Por otro lado, durante el mes de marzo se adecuaron todos los ordenadores portátiles disponibles a las características necesarias para teletrabajar y se adquirieron 87 nuevos por el procedimiento de urgencia amparado en el artículo 16 del Real Decreto-ley 7/2020, de 12 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes para responder al impacto económico del COVID-19. Posteriormente, en el mes de junio, se adquirieron otros 30 portátiles.

El esfuerzo realizado durante el mes de marzo tanto en la dotación de equipos como en la configuración y ajuste de los sistemas, y en la configuración y distribución de portátiles, hizo que, tras unos primeros días con problemas generales en las redes de comunicaciones, la práctica totalidad del personal de la CNMV estuviera

realizando su trabajo de manera satisfactoria desde su domicilio en los primeros días de abril.

A pesar de todos los medios técnicos y humanos que se dedicaron para superar la complicada situación que se presentó, cabe destacar que ello no hubiera sido posible sin el alto grado de digitalización incorporado tradicionalmente en los procesos que permiten que la CNMV cumpla con las funciones que tiene encomendadas. El hecho de que la totalidad de los documentos recibidos por registro de entrada se distribuyan internamente en formato digital —con escaneo de los pocos que llegan en papel— y que la utilización de la sede electrónica sea obligatoria para el envío al registro electrónico de prácticamente toda la información que deben presentar las entidades supervisadas, junto con la utilización de las aplicaciones disponibles en los diferentes departamentos, hizo posible que la CNMV pudiese continuar realizando su trabajo con efectividad.

Las conclusiones que se pueden sacar de cara al futuro para los sistemas de información de la CNMV se pueden resumir en los puntos siguientes:

- Los sistemas han de estar diseñados en todo momento, en su *hardware* y en su *software*, para una situación en la que la totalidad del personal tenga que estar en régimen de teletrabajo.
- Es necesario redefinir el puesto de trabajo en cuanto a su equipamiento de medios informáticos.
- Es preciso fomentar el uso de herramientas colaborativas.
- La transformación digital que está en marcha debe aumentar la digitalización de los procesos internos.
- Se debe generalizar aún más la eliminación del papel y el uso de la firma electrónica en los procedimientos.

### 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.
- Instituciones de inversión colectiva: datos registrales, estados financieros, folletos, reglamentos, estatutos, etc.
- Otras entidades supervisadas.
- Mercados financieros.
- Sistemas de liquidación.

- Otros reguladores.

En tiempo real se reciben las operaciones realizadas en los diferentes mercados electrónicos de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Como se comentará más adelante, un porcentaje en torno al 95 % de la información se recibe a través del registro electrónico.

La información más voluminosa recibida 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) n.º 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 en el Reglamento Delegado (UE) 2017/590 de la Comisión, de 28 de julio de 2016, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la comunicación de operaciones a las autoridades competentes. A su vez la Autoridad Europea de Valores y Mercados (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 firmada electrónicamente.

Tanto la información recibida de las entidades supervisadas como 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.
- Cálculo de tasas, etc.

### Sede electrónica

La sede electrónica de los organismos de la Administración española está definida en la Ley 11/2007, de 22 junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los Servicios Públicos: «La sede electrónica es aquella dirección electrónica disponible para los ciudadanos a través de redes de telecomunicaciones cuya titularidad, gestión y administración corresponde a una Administración Pública, órgano o entidad administrativa en el ejercicio de sus competencias».

La sede electrónica de la CNMV (<https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/sedeelectronica.aspx>) fue creada por la Resolución de 16 de febrero de 2010: [https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/documentos/Resolucion\\_16022010\\_sede\\_electronica.pdf](https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/documentos/Resolucion_16022010_sede_electronica.pdf).

El registro electrónico y los trámites que es posible realizar en la sede electrónica están regulados en la Resolución de 16 de noviembre de 2011 ([https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/documentos/Resolucion\\_16112011\\_sede\\_electronica.pdf](https://sede.cnmv.gob.es/sedecnmv/documentos/Resolucion_16112011_sede_electronica.pdf)).

Con anterioridad, la CNMV ya recibía a través de su web, firmada electrónicamente, gran parte de la información que las entidades supervisadas deben presentar en su registro.

En la sede electrónica se ofrecen diferentes servicios:

- Zona CIFRADO: 70 trámites disponibles para las entidades supervisadas y comunicaciones de la CNMV por comparecencia en sede. Requiere alta previa y tener un certificado de representante de persona jurídica. Para la firma de la información, que se puede realizar en la propia sede electrónica, se puede utilizar el certificado de representante, el certificado personal o el DNI electrónico.
- Zona abierta: 11 trámites disponibles dirigidos a las personas físicas en su relación con la CNMV. Se requiere certificado personal o DNI electrónico.
- Zona de inversores: dirigida específicamente a inversores. Los trámites posibles son: reclamaciones, consultas, quejas y solicitudes a registros oficiales. Permite diferentes maneras de identificación: certificado personal, DNI electrónico, @Clave o usuario/contraseña.
- Comunicaciones y notificaciones especiales: trámites para los cuales no es necesario el uso de certificados ni @Clave. Mediante un alta previa se proporciona usuario y contraseña para acceder.

Cabe destacar que en septiembre de 2020 las tasas de la CNMV se han comenzado a notificar de manera electrónica por comparecencia en sede.

## Difusión de información

El principal canal de difusión de información por parte de la CNMV es su página web ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). Sus secciones son:

- Sobre la CNMV. Información institucional.
- Sala de prensa. Notas de prensa y otra información al sector.
- Comunicaciones públicas.
- Información privilegiada. Registro oficial de comunicaciones de información privilegiada.
- Hechos relevantes de instituciones de inversión colectiva (IIC) y otras entidades autorizadas.
- Consultas a registros oficiales.
- Folletos. Consulta de folletos registrados.
- Inversores e información financiera. Sección específica para inversores.
- Legislación, publicaciones y otros contenidos.
- *Brexit*.
- *Fintech*.
- Finanzas sostenibles.
- Sede electrónica.
- Agencia Nacional de Codificación de Valores.
- Comunicación de infracciones.
- Advertencias sobre entidades no autorizadas y otras entidades.
- Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera.
- Transparencia.

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 IIC 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

Durante 2020 se ha desarrollado, a través de un proveedor externo, el plan estratégico global de sistemas de información, cuya entrega está prevista a lo largo de los dos primeros meses de 2021.

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 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 nuevas aplicaciones y sistemas para dar soporte a las normas publicadas y a los procesos necesarios para cumplir con las funciones que la CNMV tiene encomendadas.

Entre los **sistemas** y las **aplicaciones** desarrollados durante el año destacan los siguientes:

- i) Primeros módulos del proyecto FARO, cuya funcionalidad va a suponer la mayor mecanización de la supervisión global de los mercados de valores, teniendo en cuenta el nuevo marco establecido por la legislación española y europea.
- ii) Nueva versión de la aplicación de gestión de tasas, cuya gran novedad es su notificación electrónica por comparecencia en sede, lo que elimina el papel en

el proceso de emisión, comunicación y cobro en la casi totalidad de las tasas de la CNMV.

- iii) Envío de folletos en formato electrónico a ESMA en el marco de la armonización de los requisitos para la redacción, aprobación y distribución del folleto que se publicará cuando los valores se ofrezcan al público o se admitan a cotización en un mercado regulado en un Estado miembro de la Unión Europea.

La armonización está diseñada para reforzar la protección de los inversores garantizando que todos los folletos, en cualquier lugar de la Unión Europea, proporcionen información clara y completa y, al mismo tiempo, faciliten a las empresas la obtención de capital en toda la Unión sobre la base de la aprobación de un organismo competente.

- iv) Envío a ESMA de datos relativos a los fondos del mercado monetario en aplicación del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario.
- v) Sistema para la recepción de documentos notariales en formato electrónico.
- vi) Módulo de recepción y validación de documentos ESEF. El Formato Electrónico Único Europeo (ESEF, por sus siglas en inglés) es la nueva forma en que se deben presentar los informes financieros anuales de los emisores de la Unión Europea cuyos valores hayan sido admitidos en mercados regulados del territorio de la Unión Europea —en España, todas las compañías que cotizan en bolsa—.

Para ello ESMA ha desarrollado la taxonomía ESEF que deben cumplir los emisores para presentar sus informes financieros anuales en xHTML (lenguaje de marcado interpretable por los navegadores web). Asimismo deben etiquetar los estados financieros consolidados de las normas internacionales de información financiera (NIIF) contenidos en ellos utilizando etiquetas XBRL y la tecnología iXBRL (InLine XBRL. Es una extensión de XBRL que permite la visualización y maquetación directa en páginas web).

En el mes de marzo de 2020 la totalidad de la plantilla de la CNMV pasó a realizar su actividad en régimen de teletrabajo, siguiendo las indicaciones de las autoridades sanitarias. Dado que los sistemas estaban dimensionados para 100 usuarios en teletrabajo, esto requirió, en un lapso muy corto de tiempo, dimensionar los servidores y adquirir los equipos necesarios para la nueva situación. A pesar de la urgencia no se produjeron incidencias significativas.

Debido a la situación sanitaria a lo largo de gran parte del año, la vía electrónica para el envío y recepción de información ha sido aún más utilizada. Como se observa en el cuadro 12.2.1, el 95 % de los documentos recibidos y el 88 % de los enviados se han tramitado a través del registro electrónico. Un volumen importante de los registros de entrada y salida en papel corresponden a las reclamaciones, consultas y quejas que presentan las personas físicas, que no están obligadas a la presentación en soporte electrónico y, por tanto, tampoco a la recepción de documentos electrónicos.

**Entrada y salida de documentos de la CNMV**

CUADRO 12.2.1

	2019		2019	
	Número	%	Número	%
<b>Entrada</b>				
<b>Total</b>	<b>137.774</b>	<b>100</b>	<b>137.594</b>	<b>100</b>
Electrónicos	125.729	91	130.492	95
Papel	12.045	9	7.102	5
<b>Salida</b>				
<b>Total</b>	<b>160.584</b>	<b>100</b>	<b>164.495</b>	<b>100</b>
Electrónicos	138.828	86	145.543	88
Papel	21.756	14	18.952	12

Fuente: CNMV.



El grueso de la financiación de la CNMV proviene de las tasas que recauda de las entidades supervisadas, según los conceptos y tarifas que se establecen en la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la CNMV. Durante el ejercicio 2020, la recaudación por tasas experimentó un aumento del 2,4 %. Por otro lado, los gastos de gestión ordinaria disminuyeron un 0,5 % respecto del año anterior.

La crisis sanitaria originada por el COVID-19 ha afectado significativamente a la actividad de la CNMV y ha tenido impacto en sus cuentas anuales en este ejercicio.

### 13.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2020 unos ingresos totales de 65,0 millones de euros e incurrió en unos gastos de 48,9 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 16,1 millones de euros, lo que supone un aumento del 9,9 % respecto del año anterior.

Dicho excedente ha sido superior al que se hubiera generado de no haberse producido la pandemia.

El resultado de la gestión ordinaria ascendió a 15,4 millones. Los ingresos ordinarios, que proceden en su mayor parte del cobro de tasas, alcanzaron un importe de 62,6 millones de euros, un 2,0 % más que en el ejercicio 2019, motivado fundamentalmente por el crecimiento de las tasas de supervisión de mercados derivado del mayor volumen de operatividad de estos en el contexto de excepcionalidad vivido en 2020.

Los gastos de gestión ordinaria ascienden a 47,2 millones de euros y disminuyen un 0,5 % respecto del ejercicio anterior. Los correspondientes a personal, que representaron el 70,4 % del total de gastos ordinarios, aumentaron un 0,2 %, derivado del incremento salarial previsto en el Real Decreto-ley 2/2020, de 21 de enero, por el que se aprueban medidas urgentes en materia de retribuciones en el ámbito del sector público, compensado con un ligero descenso de la plantilla media.

El resto de gastos de gestión ordinaria disminuye un 2,2 % respecto de 2019.

En el año 2020, con motivo de la crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19 y la declaración del estado de alarma, se adoptaron diversas medidas que han implicado una disminución de determinados gastos de funcionamiento de la CNMV.

No obstante, esa reducción se ha compensado en parte con el incremento de los gastos en servicios profesionales independientes, al haber continuado con el objetivo de modernización tecnológica de la institución.

El resultado de las operaciones financieras refleja un saldo de 0,8 millones de euros.

Con fecha 8 de septiembre de 2020, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución del resultado obtenido en el ejercicio 2019, estableciendo el ingreso al Tesoro Público de su totalidad, cuyo importe asciende a 14.660.212,57 euros.

## 13.2 Estructura de tasas

Como se aprecia en el cuadro 13.2.1, que refleja los tipos de tasas establecidas para los diferentes servicios que realiza la CNMV, los ingresos por tasas aumentaron en 2020 un 2,4 % respecto del ejercicio anterior.

Este aumento se explica, fundamentalmente, por el aumento en la operativa de los miembros de Bolsa y SMN consecuencia de la pandemia, además del aumento recurrente en las tasas aplicables a las IIC extranjeras.

### Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 13.2.1

Actividad o servicio	2019	2020	% var. 20/19
<b>Inscripción de folletos y entidades</b>	<b>9.520,2</b>	<b>8.139,3</b>	<b>-14,5</b>
Inscripción de folletos	3.773,3	3.559,9	-5,7
Folletos de emisión	363,4	158,9	-56,3
Folletos de admisión	3.409,9	3.401,0	-0,3
Fondos de titulización y fondos de activos bancarios	75,3	83,0	10,3
Autorización e inscripción de entidades	4.957,1	4.333,1	-12,6
Autorización de opas	714,5	163,2	-77,2
<b>Supervisión de mercados</b>	<b>18.451,0</b>	<b>20.554,0</b>	<b>11,4</b>
Actividad de miembros de bolsas y SMN	6.027,0	8.199,9	36,1
Actividad de miembros de MEFF	155,8	157,1	0,8
Actividad de participantes en Sociedad de Sistemas	4.786,8	4.704,7	-1,7
Actividad de miembros compensadores de ECC	525,9	819,2	55,8
Actividad de rectoras de mercados	1.173,1	1.224,1	4,3
Actividad de entidades emisoras cotizadas	5.782,4	5.448,9	-5,8
<b>Supervisión de entidades</b>	<b>32.276,1</b>	<b>32.982,9</b>	<b>2,2</b>
Supervisión solvencia IIC	12.998,4	12.549,6	-3,5
Supervisión solvencia sociedades gestoras de IIC y FT	166,4	172,7	3,8
Sociedades gestoras de IIC	151,4	157,3	3,9
Sociedades gestoras de fondos de titulización	15,0	15,5	2,9
Supervisión solvencia ESI	500,3	610,8	22,1
Supervisión solvencia capital riesgo	549,3	686,1	24,9
Sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado	98,9	113,2	14,4
Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado	450,4	572,9	27,2
Supervisión actividad entidades depositarias de IIC y ECR	3.130,1	3.135,0	0,2
Supervisión normas de conducta de ESI, EC y SGIC	9.012,3	8.914,4	-1,1
Comercialización IIC extranjeras	5.919,1	6.914,2	16,8
<b>Expedición de certificados</b>	<b>16,4</b>	<b>18,0</b>	<b>9,9</b>
<b>Total</b>	<b>60.263,7</b>	<b>61.694,2</b>	<b>2,4</b>

Fuente: CNMV.

## 14 Agencia Nacional de Codificación de Valores

La CNMV ejerce las funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV) en España, cuyo objetivo principal es asignar y gestionar los códigos internacionales de identificación de valores (ISIN<sup>1</sup>) y de clasificación de instrumentos financieros (CFI<sup>2</sup>), facilitando su difusión y utilización entre los usuarios. Igualmente se ocupa de asignar el nombre corto del instrumento financiero (FISN<sup>3</sup>). 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 2020 ha alcanzado los 98 países miembros de pleno derecho y 18 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 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 contribuye asimismo a la elaboración y revisión de estándares ISO mencionados anteriormente, a través del Subcomité Técnico 8 (SC8<sup>4</sup>).

Por lo que se refiere a las estadísticas de la actividad de la ANCV, el número de valores e instrumentos financieros codificados durante 2020 fue de 48.852, lo que supuso una ligera disminución con relación a 2019 (véase cuadro 14.1.1).

La renta variable experimentó una reducción del 7,79 % en el número de emisiones. Por su parte, la codificación de la renta fija aumentó un 17,76 % debido al incremento de emisiones de renta fija privada. El número de nuevas emisiones de bonos codificadas experimentó un descenso del 31,58 %, mientras que la codificación de emisiones de obligaciones aumentó un 6,25 %. Las emisiones de cédulas mostraron un incremento del 34,62 %, así como las codificaciones de bonos de titulización, que

---

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.

aumentaron un 25 %. En el apartado de deuda pública, el número de emisiones codificadas fue muy similar al del año anterior. Por otro lado, se aprecia una disminución en las emisiones de derechos (25,53 %), junto con una considerable reducción de las emisiones de *warrants* y productos estructurados (75,67 %).

### Emisiones codificadas por la ANCV en 2019 y 2020

CUADRO 14.1.1

	2018	2019	% var. 20/19
<b>Renta variable</b>	<b>655</b>	<b>604</b>	<b>-7,79</b>
Acciones	126	115	-8,73
IIC y FCR	529	489	-7,56
<b>Renta fija</b>	<b>811</b>	<b>955</b>	<b>17,76</b>
Deuda pública	50	49	-2,00
Letras y pagarés	12	12	0,00
Bonos y obligaciones	38	37	-2,63
Renta fija privada	761	906	19,05
Pagarés	648	776	19,75
Bonos	19	13	-31,58
Obligaciones	16	17	6,25
Cédulas	26	35	34,62
Bonos titulación	52	65	25,00
<b>Valores de financiación Tier 1 adicional</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>50,00</b>
<b>Productos estructurados</b>	<b>187</b>	<b>140</b>	<b>-25,13</b>
<b>Derechos</b>	<b>47</b>	<b>35</b>	<b>-25,53</b>
<b>Warrants y certificados</b>	<b>1.817</b>	<b>442</b>	<b>-75,67</b>
<b>Opciones</b>	<b>46.583</b>	<b>45.540</b>	<b>-2,24</b>
<b>Futuros</b>	<b>1.117</b>	<b>886</b>	<b>-20,68</b>
<b>Swaps</b>	<b>290</b>	<b>247</b>	<b>-14,83</b>
<b>Total</b>	<b>51.509</b>	<b>48.852</b>	<b>-5,16</b>

Fuente: CNMV.

Al finalizar el año, el número de valores y otros instrumentos financieros activos con código ISIN en la base de datos de la ANCV ascendía a 35.121. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 78 % del total.

Por lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, su número total fue de 318, lo que ha representado una disminución del 9 % respecto a la cifra de 2019. Las consultas sobre códigos nacionales, que supusieron un 87 % del total, disminuyeron un 12 % respecto a las atendidas en el año anterior. El número de consultas sobre códigos extranjeros fue un 10 % superior a la del ejercicio previo.

### Consultas atendidas por la ANCV

CUADRO 14.1.2

	2019	2020	% var. 20/19
Consultas sobre códigos nacionales	314	276	-12
Consultas sobre códigos extranjeros	38	42	10
<b>Total consultas</b>	<b>352</b>	<b>318</b>	<b>9</b>

Fuente: CNMV.

## 15 Comité Consultivo de la 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.

En 2020 se procedió a la renovación de los miembros del Comité. El nombramiento de dichos representantes se aprobó por la Resolución de 3 de marzo de 2020 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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<sup>1</sup>, 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, el Banco Central Europeo 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.

---

1 El desarrollo reglamentario previsto no se ha llevado a cabo, por lo que el Comité Consultivo solo emite informes preceptivos respecto a la letra i).

## Actuaciones del Comité Consultivo durante 2020

El cuadro 15.1.1 ofrece un resumen estadístico de los expedientes tratados por el Comité Consultivo en 2020, en el que se aprecia que, a pesar de la situación provocada por la pandemia, el número de informes preceptivos ha crecido como consecuencia del incremento de la actividad relacionada con la trasposición de normas relevantes del derecho de la Unión Europea y el número de circulares y guías técnicas que ha emitido la CNMV en este periodo. Además de lo anterior, se ha continuado con el esfuerzo por 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 15.1.1

	N.º de asuntos	
	2019	2020
Informes preceptivos de normas	2	7
Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros)	14	15
<b>Total</b>	<b>16</b>	<b>22</b>

Fuente: CNMV.

El cuadro 15.1.2 ofrece el desglose de los asuntos tratados.

### Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2020

CUADRO 15.1.2

#### Informes preceptivos sobre normas:

- Trasposición de la Directiva (UE) 2019/879 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como de la Directiva 98/26/CE (sesión de 16 de marzo).
- Trasposición de la Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión 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 (sesión de 16 de marzo).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre publicidad de los productos y servicios de inversión (sesión de 7 de septiembre).
- Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la modificación de los modelos de IAGC e IARC como consecuencia de la revisión del Código de buen gobierno (sesión de 7 de septiembre).
- Guía técnica sobre derivados de divisa utilizados como medios de pago que no tienen la consideración de instrumento financiero (sesión de 7 de septiembre).
- Anteproyecto de Ley y proyecto de Real Decreto que trasponen la Directiva (UE) 2019/878 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta a los entes exentos, las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera, las remuneraciones, las medidas y las facultades de supervisión y las medidas de conservación del capital (sesión de 21 de septiembre).
- Anteproyecto de Ley y proyecto de Real Decreto que trasponen la Directiva (UE) 2019/879 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en relación con la capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como la Directiva 98/26/CE (sesión de 21 de septiembre).

#### Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros):

##### European Securities and Markets Authority (ESMA)

- *Consultation on MiFID II/MiFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mechanism and the trading obligations for shares* (sesión de 16 de marzo).
- *Consultation on MiFIR report SI* (sesión de 16 de marzo).

- *Joint ESA consultation on ESG disclosures* (sesión de 13 de julio).
- *On the functioning of the regime for SME Growth Markets under the Markets in Financial Instruments Directive and on the amendments to the Market Abuse Regulation for the promotion of the use of SME Growth Markets* (sesión de 13 de julio).

#### **European Central Bank (ECB)**

- *Public consultation on the publication by the ECB of compounded term rates using the €STR* (sesión de 21 de septiembre).
- *Public consultation by the working group on euro risk-free rates on EURIBOR fallback trigger events* (sesión de 13 de octubre).
- *Public consultation by the working group on euro risk-free rates on €STR-based EURIBOR fallback rates* (sesión de 13 de octubre).

#### **Financial Stability Board (FSB)**

- *Consultative document on the guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution* (sesión de 13 de julio).

#### **Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)**

- Líneas estratégicas de la CNMV 2019-2020. Plan de actividades 2020 (sesión de 20 de enero).
- Modificación de determinadas recomendaciones del Código de buen gobierno (sesión de 20 de enero).
- Situación creada por el Covid-19. Implicaciones para los mercados, las entidades supervisadas y los emisores e inversores, y actuaciones y medidas adoptadas por la CNMV (sesión de 20 de abril).

#### **Comisión Europea (CE)**

- *Consultation document. Digital Operational Resilience Framework for financial services: Making the EU financial sector more secure* (sesión de 17 de febrero).
- *Consultation Document on an EU framework for markets in crypto-assets* (sesión de 16 de marzo).
- *Public consultation on the review of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)* (sesión de 13 de octubre).
- *Public consultation on the review of the European Long-Term Investment Funds (ELTIF) regulatory framework* (sesión de 13 de octubre).

---

Fuente: CNMV.





## 16 Cuentas de la CNMV

Se incluyen a continuación algunos de los estados financieros más relevantes relativos a las cuentas formuladas de la CNMV correspondientes a 2020 y una comparativa con las cuentas auditadas y aprobadas correspondientes al ejercicio anterior. No obstante, las cuentas completas, incluida la memoria, son objeto de publicación específica y separada, una vez auditadas por la IGAE, informadas al Consejo y aprobadas por el presidente, en fecha no posterior al 31 de julio de cada ejercicio, como marca la normativa aplicable.

### 16.1 Balance de situación

<b>Activo</b>	<b>Ejercicio 2020</b>	<b>Ejercicio 2019</b>
<b>A) Activo no corriente</b>	<b>126.118.887,28</b>	<b>122.519.135,34</b>
<b>I. Inmovilizado intangible</b>	<b>4.309.217,81</b>	<b>4.597.439,11</b>
1. Inversión en investigación y desarrollo	1.214.352,75	1.434.721,52
3. Aplicaciones informáticas	3.073.618,06	3.141.470,59
5. Otro inmovilizado intangible	21.247,00	21.247,00
<b>II. Inmovilizado material</b>	<b>73.624.042,68</b>	<b>74.673.678,45</b>
1. Terrenos	43.637.812,22	43.621.179,71
2. Construcciones	27.527.082,50	28.202.332,02
5. Otro inmovilizado material	2.459.147,96	2.850.166,72
<b>IV. Inversiones financieras a largo plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas</b>	<b>47.785.496,69</b>	<b>42.982.244,82</b>
3. Créditos y valores representativos de deuda	47.785.496,69	42.982.244,82
<b>V. Inversiones financieras a largo plazo</b>	<b>400.130,10</b>	<b>265.772,96</b>
1. Inversiones financieras en patrimonio	935,36	935,36
2. Créditos y valores representativos de deuda	247.929,11	263.571,97
4. Otras inversiones financieras	151.265,63	1.265,63
<b>B) Activo corriente</b>	<b>62.174.951,57</b>	<b>64.660.523,49</b>
<b>III. Deudores y otras cuentas a cobrar</b>	<b>43.335.379,30</b>	<b>38.038.513,35</b>
1. Deudores por operaciones de gestión	34.920.685,23	32.493.638,12
2. Otras cuentas a cobrar	8.414.681,64	5.544.862,80
3. Administraciones públicas	12,43	12,43
<b>IV. Inversiones financieras a corto plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas</b>	<b>5.571.344,38</b>	<b>8.938.063,74</b>
2. Créditos y valores representativos de deuda	5.571.344,38	8.938.063,74
<b>V. Inversiones financieras a corto plazo</b>	<b>192.156,23</b>	<b>209.502,81</b>
2. Créditos y valores representativos de deuda	192.156,23	209.502,81
<b>VI. Ajustes por periodificación</b>	<b>324.280,68</b>	<b>479.514,75</b>
<b>VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes</b>	<b>12.751.790,98</b>	<b>16.994.928,84</b>
2. Tesorería	12.751.790,98	16.994.928,84
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>188.293.838,85</b>	<b>187.179.658,83</b>

## 16.1 Balance de situación (continuación)

<b>Patrimonio neto y pasivo</b>	<b>Ejercicio 2020</b>	<b>Ejercicio 2019</b>
<b>A) Patrimonio neto</b>	<b>182.099.147,10</b>	
<b>I. Patrimonio aportado</b>	<b>5.385.871,28</b>	<b>5.385.871,28</b>
<b>II. Patrimonio generado</b>	<b>174.211.445,62</b>	<b>172.767.491,35</b>
1. Resultados de ejercicios anteriores	10.428.334,09	10.428.334,09
2. Resultados del ejercicio	16.104.166,84	14.660.212,57
3. Reservas	147.678.944,69	147.678.944,69
<b>III. Ajustes por cambio de valor</b>	<b>2.501.830,20</b>	<b>2.637.851,72</b>
2. Activos financieros disponibles para la venta	2.501.830,20	2.637.851,72
<b>B) Pasivo no corriente</b>	<b>1.431.289,44</b>	<b>1.388.534,86</b>
<b>I. Provisiones a largo plazo</b>	<b>1.431.289,44</b>	<b>1.388.534,86</b>
<b>C) Pasivo corriente</b>	<b>4.763.402,31</b>	<b>4.999.909,62</b>
<b>I. Provisiones a corto plazo</b>	<b>504.465,22</b>	<b>200.273,31</b>
<b>II. Deudas a corto plazo</b>	<b>167.454,28</b>	<b>407.046,18</b>
4. Otras deudas	167.454,28	407.046,18
<b>IV. Acreedores y otras cuentas a pagar</b>	<b>4.091.482,81</b>	<b>4.392.590,13</b>
1. Acreedores por operaciones de gestión	1.426.008,45	1.870.800,53
2. Otras cuentas a pagar	1.076.111,24	1.015.323,99
3. Administraciones públicas	1.589.363,12	1.506.465,61
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>188.293.838,85</b>	<b>187.179.658,83</b>

Fuente: CNMV.

## 16.2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

	Ejercicio 2020	Ejercicio 2019
<b>1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales</b>	<b>61.694.240,83</b>	<b>60.263.730,77</b>
b) Tasas	61.694.240,83	60.263.730,77
<b>5. Trabajos realizados por la entidad para su inmovilizado</b>	<b>844.811,78</b>	<b>1.060.548,42</b>
<b>6. Otros ingresos de gestión ordinaria</b>	<b>39.148,38</b>	<b>61.182,49</b>
<b>7. Excesos de provisiones</b>	<b>12.590,93</b>	<b>0,00</b>
<b>A) TOTAL INGRESOS DE GESTIÓN ORDINARIA (1+2+3+4+5+6+7)</b>	<b>62.590.791,92</b>	<b>61.385.461,68</b>
<b>8. Gastos de personal</b>	<b>33.273.869,00</b>	<b>33.199.400,00</b>
a) Sueldos, salarios y asimilados	26.615.888,70	26.286.341,18
b) Cargas sociales	6.657.980,30	6.913.058,82
<b>9. Transferencias y subvenciones concedidas</b>	<b>2.065.641,19</b>	<b>2.093.668,42</b>
<b>11. Otros gastos de gestión ordinaria</b>	<b>9.638.275,10</b>	<b>9.906.123,36</b>
a) Suministros y servicios exteriores	9.129.763,95	9.413.032,72
b) Tributos	508.511,15	493.090,64
<b>12. Amortización del inmovilizado</b>	<b>2.259.238,08</b>	<b>2.278.780,02</b>
<b>B) TOTAL DE GASTOS DE GESTIÓN ORDINARIA (8+9+10+11+12)</b>	<b>47.237.023,37</b>	<b>47.477.971,80</b>
<b>I. Resultado de la gestión ordinaria (A+B)</b>	<b>15.353.768,55</b>	<b>13.907.489,88</b>
<b>13. Deterioro de valor y resultados por enajenación del inmovilizado no financiero y activos en estado de venta</b>	<b>48.175,78</b>	<b>59.263,39</b>
a) Deterioro de valor	49.999,28	59.263,39
b) Bajas y enajenaciones	1.823,50	0,00
<b>14. Otras partidas no ordinarias</b>	<b>122.428,46</b>	<b>0,00</b>
a) Ingresos	68.749,50	0,00
b) Gastos	191.177,96	0,00
<b>II. Resultado de las operaciones no financieras (I+13+14)</b>	<b>15.279.515,87</b>	<b>13.966.753,27</b>
<b>15. Ingresos financieros</b>	<b>1.199.245,01</b>	<b>1.436.786,68</b>
b) De valores negociables y de créditos del activo inmovilizado	1.199.245,01	1.436.786,68
b.1) En entidades del grupo, multigrupo y asociadas	910.384,17	1.131.229,23
b.2) Otros	288.860,84	305.557,45
<b>16. Gastos financieros</b>	<b>42.702,09</b>	<b>13.428,98</b>
b) Otros	42.702,09	13.428,98
<b>19. Diferencias de cambio</b>	<b>4.392,22</b>	<b>6.824,45</b>
<b>20. Deterioro de valor, bajas y enajenaciones de activos y pasivos financieros</b>	<b>327.499,73</b>	<b>723.073,95</b>
b) Otros	327.499,73	723.073,95
<b>III. Resultado de las operaciones financieras (15+16+17+18+19+20+21)</b>	<b>824.650,97</b>	<b>693.459,30</b>
<b>IV. Resultado neto del ejercicio (II+III)</b>	<b>16.104.166,84</b>	<b>14.660.212,57</b>

Fuente: CNMV.

## 16.3 Estado de flujos de efectivo

	Ejercicio 2020	Ejercicio 2019
<b>I. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE GESTIÓN</b>		
<b>A) Cobros</b>	<b>57.385.202,70</b>	<b>63.791.498,38</b>
1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales	56.275.223,90	62.388.272,94
5. Intereses y dividendos cobrados	954.585,66	1.227.128,65
6. Otros cobros	155.393,14	176.096,79
<b>B) Pagos</b>	<b>44.342.975,15</b>	<b>42.954.551,74</b>
7. Gastos de personal	32.313.848,21	31.940.396,76
8. Transferencias y subvenciones concedidas	2.008.887,74	1.936.729,48
10. Otros gastos de gestión	9.810.521,40	8.878.584,08
13. Otros pagos	209.717,80	198.841,42
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de gestión (+A-B)</b>	<b>13.042.227,55</b>	<b>20.836.946,64</b>
<b>II. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		
<b>C) Cobros</b>	<b>8.618.575,67</b>	<b>8.356.935,74</b>
2. Venta de activos financieros	7.429.000,00	7.262.000,00
3. Otros cobros de actividades de inversión	1.189.575,67	1.094.935,74
<b>D) Pagos</b>	<b>11.373.424,03</b>	<b>4.211.959,73</b>
5. Compra de inversiones reales	1.010.895,03	913.926,21
6. Compra de activos financieros	9.936.652,40	2.950.345,80
7. Otros pagos de actividades de inversión	425.876,60	347.687,72
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de inversión (+C-D)</b>	<b>-2.754.848,36</b>	<b>4.144.976,01</b>
<b>III. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>		
<b>F) Pagos a la entidad o entidades propietarias</b>	<b>14.660.212,57</b>	<b>20.962.503,81</b>
2. Devolución de aportaciones y reparto de resultados a la entidad o entidades propietarias	14.660.212,57	20.962.503,81
<b>Flujos netos de efectivo por actividades de financiación (+E-F+G-H)</b>	<b>-14.660.212,57</b>	<b>-20.962.503,81</b>
<b>IV. FLUJOS DE EFECTIVO PENDIENTES DE CLASIFICACIÓN</b>		
<b>I) Cobros pendientes de aplicación</b>	<b>134.087,74</b>	<b>35.946,72</b>
<b>J) Pagos pendientes de aplicación</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Flujos netos de efectivo pendientes de clasificación (+I-J)</b>	<b>134.087,74</b>	<b>35.946,72</b>
<b>V. EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO</b>	<b>-4.392,22</b>	<b>-6.824,45</b>
<b>VI. INCREMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO Y ACTIVOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES AL EFECTIVO (I+II+III+IV+V)</b>	<b>-4.243.137,86</b>	<b>4.048.541,11</b>
<b>Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al inicio del periodo</b>	<b>16.994.928,84</b>	<b>12.946.387,73</b>
<b>Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al final del periodo</b>	<b>12.751.790,98</b>	<b>16.994.928,84</b>

Fuente: CNMV.

## 16.4 Estado total de cambios en el patrimonio neto

	I. Patrimonio aportado	II. Patrimonio generado	III. Ajustes por cambios de valor	IV. Otros incrementos patrimoniales	Total
A. Patrimonio neto al final del ejercicio N-1	5.385.871,28	172.767.491,35	2.637.851,72	0,00	180.791.214,35
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	172.767.491,35	2.637.851,72	0,00	180.791.214,35
D. Variaciones del patrimonio neto del ejercicio N	0,00	1.443.954,27	136.021,52	0,00	1.307.932,75
1. Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio	0,00	16.104.166,84	136.021,52	0,00	15.968.145,32
2. Operaciones con la entidad o entidades propietarias	0,00	14.660.212,57	0,00	0,00	14.660.212,57
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	174.211.445,62	2.501.830,20	0,00	182.099.147,10

Fuente: CNMV.



## Anexos





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

I.1

Importes en millones de euros

	Número de emisores			Número de emisiones		
	2019	2020	Var. 20/19	2019	2020	Var. 20/19
<b>Ampliaciones de capital con captación de recursos</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>-8</b>	<b>37</b>	<b>23</b>	<b>-14</b>
Con derecho de suscripción preferente	8	5	-3	9	5	-4
Sin derecho de suscripción preferente (OPS <sup>2</sup> )	1	1	0	1	1	0
De las cuales ampliación	1	0	-1	1	0	-1
Colocaciones aceleradas	0	1	1	0	1	1
Ampliación contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	2	1	-1	2	2	0
Ampliaciones de capital por conversión	3	2	-1	4	2	-2
Otras	13	8	-5	21	12	-9
<b>Ampliaciones de capital liberadas</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>3</b>
De las cuales dividendo elección	9	12	3	14	17	3
<b>Total ampliaciones de capital</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>-5</b>	<b>52</b>	<b>40</b>	<b>-12</b>
<b>Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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 2020: importe efectivo

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro
Airbus SE	158,7	Ampliación de capital para atender la conversión de obligaciones convertibles	16-ene.-20
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S. A.	12,5	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	16-ene.-20
Repsol, S. A.	106,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	22-ene.-20
Faes Farma, S. A.	0,7	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	22-ene.-20
Nueva Expresión Textil, S. A.	3,7	Ampliación de capital para atender la conversión de obligaciones convertibles	23-ene.-20
Iberdrola, S. A.	238,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	07-feb.-20
Sacyr, S. A.	1,7	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	19-feb.-20
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S. A.	48,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	12-mar.-20
Amadeus IT Group, S. A.	750,0	Colocación acelerada	07-abr.-20

**Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2020: importe efectivo (continuación)**

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo <sup>1</sup>	Tipo de operación	Fecha de registro
Airbus SE	4,9	Otras ampliaciones de capital	21-may.-20
Arcelormittal, S. A.	693,4	Otras ampliaciones de capital	21-may.-20
Coca-Cola European Partners Plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	02-jun.-20
Ferrovial, S. A.	93,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	16-jun.-20
Deoleo, S. A.	50,0	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	24-jun.-20
Oryzon Genomics, S. A.	20,0	Otras ampliaciones de capital	29-jun.-20
Berkeley Energía Limited	0,2	Otras ampliaciones de capital	30-jun.-20
Fomento de Construcciones y Contratas, S. A.	2,0	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	09-jul.-20
Prosegur Cash, S. A.	16,8	Otras ampliaciones de capital	09-jul.-20
Telefónica, S. A.	370,7	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	14-jul.-20
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S. A.	150,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	17-jul.-20
Repsol, S. A.	236,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	21-jul.-20
Edreams Odigeo, S. A.	8,3	Otras ampliaciones de capital	30-jul.-20
Iberdrola, S. A.	324,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	04-ago.-20
Cellnex Telecom, S. A.	3.999,5	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	19-ago.-20
Coca-Cola European Partners Plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	06-oct.-20
International Consolidated Airlines Group, S. A.	2.741,1	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	06-oct.-20
Almirall, S. A.	0,4	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	09-oct.-20
Prosegur Cash, S. A.	17,2	Otras ampliaciones de capital	13-oct.-20
Laboratorio Reig Jofre, S. A.	0,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	23-oct.-20
Soltec Power Holdings, S. A.	150,1	Oferta pública de suscripción	28-oct.-20
Coca-Cola European Partners Plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	10-nov.-20
Airtificial Intelligence Structures, S. A.	4,3	Otras ampliaciones de capital	10-nov.-20
Airtificial Intelligence Structures, S. A.	15,1	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	10-nov.-20
General de Alquiler de Maquinaria, S. A.	31,5	Aumento de capital con derecho de suscripción preferente	26-nov.-20
Airbus SE	5,2	Otras ampliaciones de capital	01-dic.-20
Sacyr, S. A.	10,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	03-dic.-20
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S. A.	220,5	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	03-dic.-20
Ferrovial, S. A.	1,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	03-dic.-20
Banco Santander, S. A.	361,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	10-dic.-20
Vidrala, S. A.	1,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	15-dic.-20

Fuente: CNMV. (1) Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

## Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2020<sup>1</sup>

I.3

Sociedad	Mercado	Motivo. Procedimiento	Fecha
Sniace, S. A.	SIBE	Por acuerdo del Comité Ejecutivo de CNMV.	14/07/2020
Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, 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.	30/09/2020
MásMóvil Ibercom, 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.	16/11/2020

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 (%)

	2017	2018	2019	2020	2020			
					I	II	III	IV
<b>Bolsa de Madrid</b>								
Petróleo y energía	3,9	6,1	14,4	5,0	-13,9	10,6	-1,8	12,2
Electricidad y gas	2,0	8,9	18,4	14,2	-7,7	12,9	1,0	8,5
Mat. básicos, industria y construcción	2,6	-8,6	24,9	-2,5	-30,5	11,5	-1,5	27,8
Bienes de consumo	-2,1	-16,7	34,8	-15,3	-19,1	-0,3	-0,8	5,8
Servicios de consumo	23,3	23,3	8,6	-36,7	-50,2	8,8	-11,8	32,5
Servicios financieros e inmobiliarios	10,5	-27,1	-2,6	-26,4	-40,7	1,0	-19,8	53,4
Banca	10,6	-29,0	-3,4	-27,5	-41,9	0,9	-20,6	55,7
Inmobiliarias y otros	17,6	-26,1	-11,0	-32,1	-37,5	2,4	-3,5	10,0
Tecnología y telecomunicaciones	7,5	-5,5	4,5	-21,9	-30,3	11,0	-9,7	11,7
<b>IGBM</b>	<b>7,6</b>	<b>-15,0</b>	<b>10,2</b>	<b>-29,4</b>	<b>-29,4</b>	<b>6,4</b>	<b>-7,4</b>	<b>21,7</b>
<b>Bolsa de Barcelona</b>								
Eléctricas	1,7	8,5	24,2	18,9	-4,8	13,0	1,5	8,9
Bancos	9,3	-29,3	-3,2	-28,5	-42,1	0,5	-19,2	51,8
Químicas y farmacéuticas	11,9	-3,3	8,0	-	-31,7	-3,8	-17,5	-
Cementos, construcción e inmobiliarias	15,6	-12,7	26,6	-20,1	-33,8	10,2	-7,2	18,0
Metalúrgica	-9,5	-20,8	18,9	43,5	-30,1	17,5	27,0	37,6
Alimentación, agrícola y forestal	6,0	-23,3	-2,6	-	3,1	11,9	-0,3	-
Textil y papelera	-8,2	-22,7	38,3	-17,8	-25,6	1,5	-2,3	11,4
Comercio y finanzas	-5,3	-50,0	-11,9	-15,7	-26,0	3,7	-10,3	22,4
Servicios diversos	10,7	-6,3	8,6	-23,9	-32,9	9,3	-8,1	12,9
<b>BCN Global 100</b>	<b>7,3</b>	<b>-17,4</b>	<b>8,2</b>	<b>-16,8</b>	<b>-31,7</b>	<b>6,0</b>	<b>-8,1</b>	<b>25,0</b>

Fuente: Refinitiv Datastream.

## Concentración sectorial de la capitalización<sup>1</sup>

I.5

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

Sector	2019				2020			
	25 %	50 %	75 %	100 %	25 %	50 %	75 %	100 %
Petróleo	1	1	1	1	1	1	1	1
Energía	1	2	3	10	1	1	3	11
Minería y metálicas básicas	1	2	2	9	1	2	2	8
Cementos y mat. construcción	1	1	2	3	1	1	2	3
Químicas y farmacéuticas	1	1	2	7	1	1	2	7
Textil y papeleras	1	1	1	8	2	2	2	8
Metalmecánica	1	3	5	15	1	2	4	15
Alimentación	1	2	3	11	1	2	3	11
Construcción	1	2	3	7	1	2	3	7
Inmobiliarias y SOCIMI	1	2	4	18	3	4	6	18
Transportes y comunicaciones	1	2	3	7	1	2	3	6
Otros no financieros	1	1	5	27	1	2	3	26
Bancos	1	2	3	9	1	5	5	9
Seguros	1	1	2	2	1	1	2	2
Sociedades de cartera	1	2	2	6	1	1	1	4
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, MAB ni ETF.

## Concentración de la contratación bursátil de renta variable

I.6

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2019				2020			
	25 %	50 %	75 %	100 %	25 %	50 %	75 %	100 %
<b>Total bolsas<sup>1</sup></b>	2	5	13	142	3	7	16	136
Mercado continuo	2	5	13	133	3	7	16	128
Nacional	2	5	14	125	3	7	15	121
Extranjeras	1	1	1	8	1	1	2	7
Corros	1	1	2	8	1	1	1	8
Segundo mercado	1	1	1	1	0	0	0	0
ETF	1	2	3	6	1	2	3	5
MAB	5	48	183	2.869	5	41	166	2.612
Latibex	1	1	2	18	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 mercado<sup>1</sup>

1.7

Sector	% sector/mercado <sup>2</sup>	Empresas de mayor capitalización del sector	% empresa/mercado <sup>3</sup>
Petróleo	2,2 %	Repsol YPF	2,2 %
Energía y agua	23,7 %	Iberdrola	12,8 %
Energía y agua		Endesa	4,1 %
Energía y agua		Gas Natural SDG	3,2 %
Minería y metálicas básicas	1,0 %	CIE Automotive	0,5 %
Minería y metálicas básicas		Acerinox	0,4 %
Minería y metálicas básicas		Arcelor	0,1 %
Cementos y material de construcción	0,6 %	Vidrala, S. A.	0,5 %
Cementos y material de construcción		Cementos Molins, S. A.	0,2 %
Cementos y material de construcción		Uralita	0,0 %
Químicas y farmacéuticas	3,6 %	Grifols	2,5 %
Químicas y farmacéuticas		Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S. A.	0,4 %
Químicas y farmacéuticas		Almirall, S. A.	0,3 %
Textil y papeleras	14,3 %	Industria de Diseño Textil (Inditex)	14,0 %
Textil y papeleras		Grupo Empresarial Ence	0,1 %
Textil y papeleras		Miquel Costas & Miquel	0,1 %
Metalmecánica	1,6 %	Zardoya Otis	0,5 %
Metalmecánica		Gestamp Automoción, S. A.	0,4 %
Metalmecánica		Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S. A.	0,2 %
Alimentación	1,4 %	Ebro Foods, S. A.	0,5 %
Alimentación		Vicofan	0,5 %
Alimentación		Amrest Holdings, SE	0,2 %
Construcción	6,3 %	Ferrovial, S. A.	2,9 %
Construcción		ACS, Actividades de Construcción y Servicios	1,5 %
Construcción		Acciona, S. A.	1,1 %
Inmobiliarias y SOCIMI	2,1 %	Grupo Inmocaral	0,7 %
Inmobiliarias y SOCIMI		Merlin Properties, SOCIMI, S. A.	0,6 %
Inmobiliarias y SOCIMI		Aedas Homes, S. A.	0,2 %
Transportes y comunicaciones	13,0 %	Cellnex Telecom, S. A.	4,1 %
Transportes y comunicaciones		Aena, SME, S. A.	3,7 %
Transportes y comunicaciones		Telefónica	3,0 %
Otros no financieros	11,6 %	Amadeus IT Group, S. A.	4,6 %
Otros no financieros		Gamesa Corporación Tecnológica	3,9 %
Otros no financieros		Fluidra, S. A.	0,7 %
Bancos	16,6 %	Banco Santander, S. A.	7,6 %
Bancos		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	4,6 %
Bancos		Caixabank, S. A.	2,2 %
Seguros	1,5 %	Mapfre, S. A.	0,8 %
Seguros		Grupo Catalana Occidente	0,6 %
Sociedades de cartera	0,5 %	Corporación Financiera Alba	0,4 %
Sociedades de cartera		Alantra Partners, S. A.	0,1 %
Sociedades de cartera		Mobiliaria Monesa, S. A.	0,0 %

Fuente: CNMV. (1) Capitalización al final del ejercicio. (2) Porcentaje de la capitalización de las empresas del sector respecto a la capitalización total del mercado. (3) Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado.

## Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35<sup>1</sup>

1,8

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización <sup>2</sup>			Contratación		
	2019	2020	% total <sup>3</sup>	2019	2020	% total <sup>3</sup>
Industria de Diseño Textil (Inditex)	98.018,7	81.157,6	14,0	42.049,3	31.203,6	7,4
Iberdrola	58.403,8	74.295,7	12,8	36.493,2	46.319,2	11,0
Banco Santander, S. A.	61.985,6	44.010,5	7,6	77.788,6	45.270,5	10,7
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	33.226,1	26.904,9	4,6	39.001,9	28.015,1	6,6
Amadeus IT Group, S. A.	31.396,3	26.831,7	4,6	24.731,1	25.839,9	6,1
Cellnex Telecom, S. A.	14.785,0	23.907,1	4,1	8.311,2	16.052,0	3,8
Endesa	25.187,7	23.663,1	4,1	9.279,7	9.696,0	2,3
Gamesa Corporación Tecnológica	10.649,7	22.539,0	3,9	6.329,6	7.628,8	1,8
Aena, SME, S. A.	25.575,0	21.330,0	3,7	10.417,9	9.502,6	2,2
Gas Natural SDG	22.044,3	18.383,9	3,2	7.884,7	7.063,9	1,7
Telefónica	32.331,4	17.290,8	3,0	39.769,5	26.642,2	6,3
Ferrovial, S. A.	19.828,8	16.563,6	2,9	12.281,7	12.209,7	2,9
Grifols	18.830,9	14.207,2	2,5	6.786,2	8.728,6	2,1
Repsol YPF	21.276,6	12.601,0	2,2	28.540,5	27.324,4	6,5
Caixabank, S. A.	16.736,1	12.567,0	2,2	12.285,9	10.545,0	2,5
Red Eléctrica de España	9.698,9	9.076,6	1,6	9.804,2	8.882,3	2,1
International Consolidated Airlines Group, S. A.	14.382,5	8.903,9	1,5	5.452,4	9.420,2	2,2
ACS, Actividades de Construcción y Servicios	11.217,8	8.434,5	1,5	7.955,2	9.070,6	2,1
Acciona, S. A.	5.145,6	6.401,8	1,1	2.361,2	3.365,5	0,8
Mapfre, S. A.	7.267,7	4.905,7	0,8	3.061,0	3.156,6	0,7
Enagás	5.957,7	4.706,7	0,8	7.806,6	7.225,9	1,7
Bankia, S. A.	5.839,8	4.447,7	0,8	4.091,0	2.825,4	0,7
Grupo Inmocaral	5.772,2	4.077,6	0,7	2.033,5	1.697,9	0,4
Bankinter, S. A.	5.871,4	3.976,6	0,7	4.283,4	4.768,6	1,1
Merlin Properties, SOCIMI, S. A.	6.008,4	3.654,8	0,6	3.017,9	3.464,7	0,8
Solaria Energía y Medioambiente, S. A.	849,7	2.953,8	0,5	869,3	2.605,9	0,6
CIE Automotive	2.719,3	2.703,5	0,5	1.327,9	1.316,9	0,3
Viscofan	2.190,2	2.699,3	0,5	1.230,8	1.562,4	0,4
Acerinox	2.717,6	2.444,1	0,4	2.411,0	1.805,3	0,4
Banco de Sabadell	5.852,0	1.991,9	0,3	7.300,6	6.132,0	1,5
Almirall, S. A.	2.555,5	1.945,0	0,3	1.115,3	1.252,9	0,3
Pharma Mar, S. A.	794,9	1.303,2	0,2	650,8	4.893,2	1,2
Meliá Hotels International, S. A.	1.805,4	1.260,7	0,2	1.273,9	1.666,6	0,4
Indra Sistemas	1.798,3	1.233,0	0,2	1.334,9	1.595,6	0,4
Arcelor	641,5	686,3	0,1	2.996,1	2.585,4	0,6

Fuente: CNMV. (1) Se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 el 31 de diciembre de 2020. (2) Capitalización en el último día del año. (3) Respecto al total del mercado.

## Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2020

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 % <sup>1</sup>
Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S. A.	SIX Group AG	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	2.648,60	93,16
MásMóvil Ibercom, S. A.	Lorca Telecom BidCo, S. A. U.	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	2.560,94	86,41
<b>Total</b>				<b>5.209,54</b>	

Fuente: CNMV. (1) Porcentaje respecto al capital social admitido a negociación. En caso de que haya habido prorrateo, se incluye su coeficiente.

## Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

I.10

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

Sector	N.º de empresas		Capitalización			Contratación		
	2019	2020	2019	2020	% var. 20/19	2019	2020	% var. 20/19
Petróleo	1	1	33,9	25,6	-24,43	10,9	11,2	2,88
Energía	2	2	2,6	2,0	-24,25	2,4	1,2	-49,39
Minería y metálicas básicas	5	5	95,4	94,8	-0,59	27,2	15,2	-44,20
Químicas y farmacéuticas	1	1	0,5	0,5	-6,19	0,1	0,4	197,09
Textil y papeleras	0	0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
Metalmecánica	1	1	0,1	0,1	-16,22	0,0	0,2	2.501,74
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	-
Transportes y comunicación	1	1	0,5	0,4	-23,17	0,3	0,4	59,40
Otros no financieros	1	1	0,0	0,0	126,68	1,0	0,3	-73,81
Bancos	4	4	4,5	3,1	-29,74	0,5	0,9	76,42
Sociedades de cartera	1	1	0,0	0,0	-3,04	0,3	0,1	-41,21
Entidades de financiación	1	1	61,6	50,7	-17,66	94,0	49,6	-47,31
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>199,0</b>	<b>177,2</b>	<b>-10,96</b>	<b>136,8</b>	<b>79,5</b>	<b>-41,88</b>

Fuente: CNMV.

## Emissiones netas de las Administraciones públicas

I.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2017	2018	2019	2020	18/17	19/18	20/19
<b>Estado</b>	<b>46.962</b>	<b>41.684</b>	<b>17.117</b>	<b>100.718</b>	<b>-11,2</b>	<b>-58,9</b>	<b>488,4</b>
Corto plazo	-3.528	-8.393	-9.024	15.981	-137,9	-7,5	277,1
Largo plazo	50.490	50.077	26.141	84.737	-0,8	-47,8	224,2
<b>Comunidades autónomas</b>	<b>106</b>	<b>-3.621</b>	<b>1.698</b>	<b>-2.760</b>	<b>-3.506,2</b>	<b>146,9</b>	<b>-262,5</b>
Corto plazo	0	-53	208	-138	-11.447,9	490,9	-166,1
Largo plazo	106	-3.568	1.490	-2.622	-3.470,9	141,8	-276,0
<b>Corporaciones locales</b>	<b>-165</b>	<b>-134</b>	<b>-53</b>	<b>0</b>	<b>18,7</b>	<b>60,5</b>	<b>100,0</b>
Corto plazo	-	-	-	-	-	-	-
Largo plazo	-165	-134	-53	0	18,7	60,5	100,0
<b>Total AA. PP.</b>	<b>46.903</b>	<b>37.929</b>	<b>18.762</b>	<b>97.958</b>	<b>-19,1</b>	<b>-50,5</b>	<b>422,1</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV. Detalle por instrumentos

I.12

	Número de emisores <sup>1</sup>		Número de emisiones	
	2019	2020	2019	2020
<b>A largo plazo</b>	<b>33</b>	<b>41</b>	<b>287</b>	<b>233</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	13	11	205	143
de los cuales, deuda subordinada	1	1	3	1
Bonos y obligaciones convertibles	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	12	14	29	26
Cédulas territoriales	2	3	1	6
Bonos de titulización	13	15	48	52
de activos (BTA)	13	15	48	52
hipotecarios (BTH)	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	2	1	2
Otras emisiones	1	2	1	4
<b>A corto plazo<sup>2</sup></b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
Pagarés de empresa	11	11	11	11
de los cuales, de titulización de activos	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>298</b>	<b>244</b>

Fuente: CNMV. (1) En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un mismo emisor ha podido emitir más de un tipo de instrumento. (2) Programas registrados.



## Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2020

1.13

Importes nominales en millones de euros

Nombre de la sociedad emisora	Importe nominal emitido		
	Total	A corto plazo <sup>2</sup>	A largo plazo
Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria	27.867	0	27.867
Banco Santander, S. A.	17.266	0	17.266
Bankia, S. A.	15.900	15.000	900
Sol Lion II RMBS, Fondo de titulización	14.057	0	14.057
Bankinter, S. A.	9.835	4.000	5.835
Banco de Sabadell, S. A.	9.500	7.000	2.500
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S. A.	6.000	0	6.000
Santander Consumer Finance, S. A.	5.000	5.000	0
RMBS Santander 6, Fondo de titulización	4.725	0	4.725

Fuente: CNMV. (1) Emisores que durante 2020 registraron emisiones por un importe superior a los 4.000 millones de euros. (2) Importe nominal del programa registrado.

## Principales emisores<sup>1</sup> de renta fija registrados en la CNMV en 2020. Detalle por instrumentos

1.14

Importes nominales en millones de euros

Tipo de activo	Emisor	Importe
Bonos y obligaciones simples	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria	27.867
Cédulas de internacionalización	Banco Santander, S. A.	5.766
Cédulas hipotecarias	Banco Santander, S. A.	6.250
	Bankinter, S. A.	4.500
	Banco de Sabadell, S. A.	2.500
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S. A.	2.000
	Cajamar Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito	1.750
Cédulas territoriales	Banco Santander, S. A.	5.250
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S. A.	3.000
Programa de pagarés <sup>2</sup>	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.	4.000
Bonos de titulización	Sol Lion II RMBS, Fondo de titulización	14.057
	RMBS Santander 6, Fondo de titulización	4.725
	Caixabank Consumo 5, Fondo de titulización	3.550
	Caixabank PYMES 12, Fondo de titulización	2.550
	Santander Consumo 3, Fondo de titulización	2.030
	BBVA Leasing 2, Fondo de titulización	1.743

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2020, en el instrumento financiero correspondiente. (2) Importe nominal del programa registrado.

## Emisores de pagarés: mayores<sup>1</sup> saldos vivos a 31 de diciembre de 2020

I.15

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Bankinter, S. A.	1.185	24,62	24,62
Endesa, S. A.	1.137	23,62	48,23
Banco de Sabadell, S. A.	779	16,19	64,42
Santander Consumer Finance, S. A.	767	15,94	80,36
Bankinter Sociedad de Financiación, S. A.	500	10,39	90,75
Telefónica, S. A.	269	5,59	96,34
Banca March, S. A.	121	2,52	98,86
Aena SME, S. A.	55	1,14	100,00

Fuente: AIAF. (1) Emisores con saldo vivo superior o igual a 500 millones de euros.

## Principales emisores de bonos de titulización en 2020<sup>1</sup>

I.16

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
Sol Lion II RMBS	14.057	Préstamos hipotecarios
RMBS Santander 6	4.725	Préstamos hipotecarios
Caixabank Consumo 5	3.550	Préstamos consumo
Caixabank Pymes 12	2.550	Pymes
Santander Consumo 3	2.030	Préstamos consumo
BBVA Leasing 2	1.743	Arrendamiento financiero

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisiones registradas en la CNMV superiores a 1.500 millones de euros al final del 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

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Mediante FTH</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Mediante FTA</b>	<b>35.505</b>	<b>29.415</b>	<b>18.145</b>	<b>18.741</b>	<b>36.281</b>
<b>FTA hipotecarios</b>	<b>19.621</b>	<b>14.885</b>	<b>683</b>	<b>3.025</b>	<b>19.701</b>
Préstamos hipotecarios	19.621	14.885	683	2.525	19.701
Cédulas hipotecarias	0	0	0	500	0
Préstamos a promotores	0	0	0	0	0
<b>FTA empresas</b>	<b>7.500</b>	<b>4.850</b>	<b>10.442</b>	<b>7.430</b>	<b>4.293</b>
Pymes <sup>1</sup>	5.000	3.750	10.442	5.600	2.550
FTPYME <sup>1</sup>	0	0	0	0	0
FTGENCAT <sup>1</sup>	0	0	0	0	0
Préstamos a empresas <sup>2</sup>	2.500	0	0	0	0
Préstamos corporativos <sup>3</sup>	0	0	0	0	0
Arrendamiento financiero	0	1.100	0	1.830	1.743
<b>FTA otros</b>	<b>8.384</b>	<b>9.680</b>	<b>7.020</b>	<b>8.286</b>	<b>12.288</b>
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	3.015	4.672	2.504	3.097	6.430
Préstamos auto	3.056	977	1.534	1.556	4.658
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	2.313	4.032	2.982	3.633	1.200
<b>Total bonos de titulización</b>	<b>35.505</b>	<b>29.415</b>	<b>18.145</b>	<b>18.741</b>	<b>36.281</b>
<b>Total pagarés de titulización emitidos<sup>4</sup></b>	<b>1.880</b>	<b>2.200</b>	<b>240</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total bonos más pagarés</b>	<b>37.385</b>	<b>31.615</b>	<b>18.385</b>	<b>18.741</b>	<b>36.281</b>
<b>Pro memoria:</b>					
<b>Subtotal hipotecario</b>	<b>19.621</b>	<b>14.885</b>	<b>683</b>	<b>3.025</b>	<b>19.701</b>

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.

**Contratación en AIAF por cuenta propia**

I.18

Importe nominal en millones de euros

	2016	2017	2018	2019	2020	% var. 20/19
Pagarés	9.977	3.820	0	0	0	-
Bonos y obligaciones	21.816	8.413	27	15	9	-41,82
Bonos de titulización	10.361	6.207	0	0	0	-
Cédulas hipotecarias	17.230	6.583	0	0	0	-
Cédulas territoriales	3.243	368	0	0	0	-
Bonos matador	0	0	0	0	0	-
<b>Total renta fija privada</b>	<b>52.267</b>	<b>19.183</b>	<b>27</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>-41,82</b>
Letras del Tesoro	0	0	0	0	0	-
Bonos y obligaciones del Estado	18	9	443	0	5	-
<b>Total deuda pública</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>443</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-</b>
<b>Total</b>	<b>52.285</b>	<b>19.192</b>	<b>470</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>-7,72</b>

# Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión

Anexos  
Anexos estadísticos II

## Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios<sup>1</sup>

II.1

Importes en millones de euros

Categoría	N.º fondos		N.º partícipes		Importe	Patrimonio			Distribución suscrip. netas FI (%)	Pro memoria:
	2020	Var. s/ dic.-19	2020	Var. s/ dic.-19		Total s/ dic.-19	Suscrip. netas	Rtos. netos		
	2020	2020	2020	2020	2020	netas	netos	distribuidos		
Renta fija <sup>3</sup>	276	-5	4.135.294	466.970	81.016,0	2.062,6	371,5	-1,3	1.074,3	
Renta fija mixta <sup>4</sup>	174	1	1.203.280	115.399	43.200,4	2.606,2	-206,7	-19,0	1.357,4	
Renta variable mixta <sup>5</sup>	186	1	745.112	37.953	30.432,7	1.601,4	55,5	-0,1	834,1	
Renta variable euro	104	-9	530.107	-68.794	7.091,1	-2.007,8	-1.044,8	-1,4	-1.045,7	
Renta variable internacional	276	13	3.043.542	388.419	37.722,5	2.633,1	1.012,7	-2,2	1.371,4	
Garantizado renta fija	55	-11	135.320	-19.660	4.177,0	-707,4	75,2	0,0	-368,4	
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	133	-22	356.439	-72.031	11.037,1	-2.192,0	62,2	0,0	-1.174,1	
Fondos globales	247	-8	1.409.599	49.684	40.918,0	-1.526,6	-596,3	-0,9	-795,1	
De gestión pasiva <sup>7</sup>	118	-15	511.251	81.823	14.014,3	-23,8	-28,7	-7,0	-12,4	
Retorno absoluto	72	-12	587.040	-59.002	10.057,4	-1.760,9	1,7	-0,8	-917,7	
<b>Total FI</b>	<b>1.641</b>	<b>-69</b>	<b>12.656.984</b>	<b>917.801</b>	<b>279.666,0</b>	<b>621,4</b>	<b>-298,2</b>	<b>-32,7</b>	<b>323,6</b>	
FIICIL	6	0	2.742	-10	362,6	-226,5	69,3	0,0	-118,0	
Fondos de inversión libre	57	9	7.399	354	2.261,3	-202,9	-30,4	5,1	-105,7	
<b>Total fondos (Total FI + FIICIL + FIL)</b>	<b>1.704</b>	<b>-60</b>	<b>12.667.125</b>	<b>918.145</b>	<b>282.290,0</b>	<b>125,1</b>	<b>-259,0</b>	<b>-28,0</b>	<b>100,0</b>	
Fondos inmobiliarios	2	0	483	0	310,8	0,0	1,4	0,0	-	
IIIC extranjeras <sup>8</sup>	1.048	15	4.312.340	950.439	199.419,3	-	-	-	-	

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 2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde 2020 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo. (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 2019 incluye: IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde 2020 incluye las siguientes 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 UCITS 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<sup>1</sup> II.2

%

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Renta variable cotizada<sup>2</sup></b>	2,3	2,6	3,0	2,6	2,5
<b>Renta fija privada</b>	2,3	1,9	1,6	1,3	0,1
Corto plazo	24,5	14,8	17,4	24,3	0,0
Largo plazo	1,5	1,6	1,3	1,0	1,0
<b>Renta fija pública</b>	5,2	4,2	3,5	2,9	2,3
Corto plazo	6,7	6,8	9,0	7,8	6,0
Largo plazo	5,0	3,9	3,1	2,6	2,1

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Cartera interior de los fondos de inversión de carácter financiero, excluidos los de inversión libre (FIL y FIICIL) a valor de realización. No incluye las adquisiciones temporales de activos. (2) Renta variable cotizada sobre la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB.

## Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero II.3

% sobre patrimonio medio diario

	Comisión de gestión			Comisión de depósito <sup>1</sup>		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
<b>Total fondos de inversión<sup>2</sup></b>	<b>0,86</b>	<b>0,85</b>	<b>0,84</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>
Renta fija	0,45	0,44	0,42	0,06	0,06	0,06
Renta fija mixta	0,96	0,92	0,89	0,08	0,08	0,08
Renta variable mixta	1,26	1,29	1,29	0,10	0,10	0,10
Renta variable euro	1,47	1,49	1,46	0,10	0,10	0,10
Renta variable internacional	1,41	1,41	1,32	0,09	0,09	0,09
Garantizado renta fija	0,38	0,36	0,36	0,05	0,05	0,05
Garantizado renta variable	0,53	0,47	0,45	0,05	0,05	0,05
Fondos globales	0,98	1,03	1,07	0,08	0,08	0,08
De gestión pasiva	0,48	0,42	0,41	0,05	0,05	0,05
Retorno absoluto	0,79	0,81	0,78	0,06	0,06	0,07
<b>FIICIL</b>	<b>3,94</b>	<b>2,45</b>	<b>1,90</b>	<b>0,10</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>
<b>Fondos de inversión libre<sup>3</sup></b>	<b>1,86</b>	<b>1,26</b>	<b>1,49</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

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

	2016		2017		2018		2019		2020	
	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas
Renta fija <sup>1</sup>	0,52	8.244	-0,13	-3.638	-1,44	-2.766	1,38	10.733	0,62	2.063
Renta fija mixta <sup>2</sup>	0,27	-4.751	1,10	2.891	-4,27	-1.064	4,75	-1.506	-0,03	2.606
Renta variable mixta <sup>3</sup>	1,19	-5.195	3,23	5.499	-6,45	2.486	9,25	3.289	0,59	1.601
Renta variable euro <sup>4</sup>	2,61	538	11,16	2.550	-13,01	1.790	14,27	-3.588	-8,75	-2.008
Renta variable internacional <sup>5</sup>	4,15	-33	8,75	4.514	-12,34	3.864	22,18	4.114	2,83	2.633
Garantizado renta fija	-0,03	-3.700	0,72	-3.263	0,09	-576	3,98	-283	1,68	-707
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	0,19	5.466	1,61	-310	-1,33	-667	3,62	-1.857	0,70	-2.254
Fondos globales	1,99	7.801	4,46	13.406	-5,69	9.449	8,45	-2.554	-0,31	-1.527
De gestión pasiva <sup>7</sup>	1,16	5.603	2,13	-4.585	-3,16	-2.790	7,45	-3.027	0,44	-24
Retorno absoluto <sup>7</sup>	0,38	944	1,44	4.287	-4,81	-1.900	3,94	-2.853	0,94	-1.762
<b>Total FI<sup>8</sup></b>	<b>0,98</b>	<b>13.823</b>	<b>2,42</b>	<b>21.325</b>	<b>-4,89</b>	<b>7.842</b>	<b>7,12</b>	<b>2.468</b>	<b>0,78</b>	<b>621</b>
FIICIL	-0,39	-28	0,44	193	-2,99	177	4,91	71	-0,35	-227
Fondos de inversión libre	4,40	-110	7,41	209	-5,63	83	10,15	270	-0,04	-203
<b>Total fondos</b>										
<b>(Total FI + FIICIL + FIL)</b>	<b>1,00</b>	<b>13.685</b>	<b>2,76</b>	<b>21.727</b>	<b>-4,90</b>	<b>8.102</b>	<b>7,14</b>	<b>2.809</b>	<b>0,77</b>	<b>192</b>
<b>Fondos inmobiliarios</b>	<b>-5,35</b>	<b>0</b>	<b>-2,60</b>	<b>-1</b>	<b>0,24</b>	<b>-52</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,47</b>	<b>0</b>

Fuente: CNMV. (1) Hasta 2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde 2020 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo. (2) Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional. (3) Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional. (4) Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial. (5) Hasta 2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde 2020 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado. (6) Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

<b>IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup></b>			
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Var. (%)</b>
<b>Número de instituciones</b>	<b>1.033</b>	<b>1.048</b>	<b>1,5</b>
<b>Número de inversores</b>	<b>3.361.901</b>	<b>4.312.340</b>	<b>28,3</b>
<b>Volumen de inversión (millones de euros)</b>	<b>178.842</b>	<b>199.419</b>	<b>11,5</b>
<b>Distribución por país de origen</b>			
Alemania	48	45	-6,3
Austria	30	32	6,7
Bélgica	5	5	0,0
Dinamarca	1	1	0,0
Finlandia	11	13	18,2
Francia	222	225	1,4
Irlanda	220	222	0,9
Liechtenstein	4	4	0,0
Luxemburgo	462	472	2,2
Países Bajos	4	3	-25,0
Portugal	3	3	0,0
Reino Unido	23	23	0,0

Fuente: CNMV. (1) El número de instituciones y su distribución por país de origen incluye solamente las UCITS (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.



**Sociedades gestoras de IIC (SGIIC) y sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC): altas y bajas en 2020**

II.6

Anexos  
Anexos estadísticos II

Entidad	Grupo de control
<b>Sociedad gestora de IIC</b>	
<b>Altas</b>	
Greenside Asset Management, SGIIC, S. A.	Independiente
Global Social Impact Investments, SGIIC, S. A.	Independiente
<b>Bajas</b>	
Egeria Activos, SGIIC, S. A.	Independiente/Fusión con Welzia Management, SGIIC, S. A.
Popular Asset Management, SGIIC, S. A.	Banco Santander, S. A./ Absorbida por Santander Asset Management, SGIIC, S. A.
<b>Gestoras extranjeras con sucursal</b>	
<b>Altas</b>	
IM Global Partner, Société par Actions Simplifiée, Sucursal en España	IM Global Partner, Société par Actions Simplifiée
Atalante (CAPZA), Sucursal en España	Atalante
BNY Mellon Fund Management (Luxemburgo), S. A., Sucursal en España	BNY Mellon Fund Management (Luxemburgo), S. A.
Dea Capital Alternative Funds SGR SPA, Sucursal en España	Dea Capital Alternative Funds SGR SPA
Kartesia Management, S. A., Sucursal en España	Kartesia Management, S. A.
Alliancebernstein (Luxembourg) S.à r.l., Sucursal en España	Alliancebernstein (Luxembourg) S.à r.l.
Invesco Management, S. A., Sucursal en España	Invesco Management, S. A.
Hermes Fund Managers Ireland Limited, Sucursal en España	Hermes Fund Managers Ireland Limited
Ares Management Luxembourg, Sucursal en España	Ares Management Luxembourg
Threadneedle Management Luxembourg, S. A., Sucursal en España	Threadneedle Management Luxembourg, S. A.
Audentia Capital Management Limited, Sucursal en España	Audentia Capital Management Limited
Aegon Investment Management, BV, Sucursal en España	Aegon Investment Management, BV
Eurizon Capital, S. A., Sucursal en España	Eurizon Capital S. A.
Polar Capital (Europe), Sucursal en España	Polar Capital (Europe)
Oddo BHF Asset Management SAS, Sucursal en España	Oddo BHF Asset Management SAS
MFS Investment Management Company (LUX) S.à r.l., Sucursal en España	MFS Investment Management Company (LUX)
Vontobel Asset Management, S. A., Sucursal en España	Vontobel Asset Management, S. A.
Axa Investment Managers Paris, S. A., Sucursal en España	Axa Investment Managers Paris, S. A.
<b>Bajas</b>	
Auris Gestión de Patrimonio, Sucursal en España	Auris Gestión de Patrimonio
Invesco Asset Management, S. A., Sucursal en España	Invesco Asset Management, S. A.
<b>Sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado</b>	
<b>Altas</b>	
Med Capital Management, SGEIC, S. A.	Independiente
Argo Capital Partners Management, SGEIC, S. A.	Independiente
Sauce Capital, SGEIC, S. A.	Independiente

**Sociedades gestoras de IIC (SGIIC) y sociedades gestoras  
de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC):  
altas y bajas en 2020 (continuación)**

II.6

<b>Entidad</b>	<b>Grupo de control</b>
Eñalia Capital SGEIC, S. A.	Independiente
Advira Capital Partners, SGEIC, S. A.	Independiente
Tresmares Direct Lending, SGEIC, S. A.	Independiente
Think Bigger Capital, SGEIC, S. A.	Independiente
Aurea Capital Investment Management, SGEIC, S. A.	Independiente
Asabys Partners, SGEIC, S. A.	Independiente
4Founders Capital, SGEIC, S. A.	Independiente
Gawa Capital Partners, SGEIC, S. A.	Independiente
March Private Equity, SGEIC, S. A.	Banca March, S. A.
Sandman Capital Partners, SGEIC, S. A.	Independiente
Telegraph Hill Capital Partners, SGEIC, S. A.	Independiente
Artsgain Investments, SGEIC, S. A.	Independiente
Lua Gestión, SGEIC, S. A.	Independiente
Ship2B Ventures, SGEIC, S. A.	Independiente
Blackpearl Capital Management, SGEIC, S. A.	Independiente
<b>Bajas</b>	
Futureplus Capital Investment, SGEIC, S. A.	Independiente/Transformación en sociedad anónima
Red Capital Partners, SGEIC, S. A.	Independiente/Transformación en sociedad anónima
Ventura Equity Partners, SGEIC, S. A.	Independiente/Liquidación y extinción
People and Planet Partners, SGEIC, S. A.	Independiente/Transformación en sociedad anónima
Advira Capital Partners, SGEIC, S. A.	Independiente/Transformación en sociedad anónima

Fuente: CNMV.

## ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen<sup>1</sup>

II.7

Anexos  
Anexos estadísticos II

Número de ESI	2019	2020
<b>Libre prestación de servicios</b>	<b>3.011</b>	<b>3.058</b>
Alemania	96	109
Austria	21	22
Bélgica	10	11
Bulgaria	11	11
Chipre	208	215
Croacia	1	1
Dinamarca	21	21
Eslovaquia	2	3
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	13	13
Francia	60	67
Grecia	11	11
Holanda	118	124
Hungría	2	2
Irlanda	66	68
Islandia	1	1
Italia	12	12
Letonia	2	2
Liechtenstein	28	32
Lituania	1	1
Luxemburgo	44	46
Malta	30	30
Noruega	30	32
Polonia	2	2
Portugal	11	11
Reino Unido	2.192	2.192
República Checa	3	3
Suecia	13	14
<b>Sucursales</b>	<b>65</b>	<b>66</b>
Alemania	9	13
Chipre	3	5
Francia	4	5
Grecia	0	0
Holanda	4	4
Irlanda	5	7
Luxemburgo	3	2
Noruega	1	1
Polonia	1	1
Portugal	1	1
Reino Unido	33	26
Suecia	1	1
<b>Total</b>	<b>3.076</b>	<b>3.124</b>
<b>Pro memoria: ESI extranjeras fuera del EEE en libre prestación de servicios</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
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 2020**

11.8

Entidad	Grupo de control
<b>Sociedades y agencias de valores</b>	
<b>Altas</b>	
C.M. Capital Markets Brokerage, SV, S. A.	C.M. Capital Markets Holding
Mora Wealth Management España, AV, S. A.	Grupo Morabanc
Ninety Nine Financial Markets, SV, S. A. U.	Independiente
PJT Partners Park Hill (Spain), AV, S. A.	Grupo PJT Partners
Portocolom Agencia de Valores, S. A.	Independiente
Stelac Servicios Financieros, AV, S. A.	Independiente
Tam Europe Asset Management, AV, S. A.	Grupo Tam
Wealth Solutions Europe, AV, S. A.	Independiente
<b>Bajas</b>	
Accurate Quant, AV, S. A.	Independiente
C.M. Capital Markets Brokerage, AV, S. A.	C.M. Capital Markets Holding
EBN Securities, SV, S. A.	EBN Banco de Negocios
Fundslink Capital, AV, S. A.	Independiente
Gefonsa, SV, S. A.	Banco Caminos
Greenside Investments, AV, S. A.	Independiente
Mercholsa, AV, S. A.	Andbank España
Popular Bolsa, SV, S. A.	Banco Santander
<b>Empresas de asesoramiento financiero</b>	
<b>Altas</b>	
Alkar Increase Inversion Patrimonial, EAF, S. L.	Independiente
Caboazul Inversión, EAF, S. L.	Independiente
Carlos Monasterio Brianso	Independiente
Cristóbal Lodos Fernández	Independiente
Delta Capital Markets, EAF, S. L.	Independiente
José Luis Martín Martín	Independiente
Marango Capital, EAF, S. L. U.	Independiente
Sergio Vivancos Alfaro	Independiente
<b>Bajas</b>	
Avalon Asesores de Patrimonio, EAF, S. L.	Independiente
GP Invest, EAF, S. L.	Independiente
Lorenzo Dávila Cano	Independiente
Juan Domingo Meseguer Martínez	Independiente
Portocolom Asesores, EAF, S. L.	Independiente
Return Kapital Advisors, EAF, S. L.	Independiente
Sergio Vivancos Alfaro	Independiente
Wealth Management Solutions, 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 2020 (continuación)**

II.8

Anexos  
Anexos estadísticos II

Entidad	Grupo de control
<b>ESI extranjeras con sucursal</b>	
<b>Altas</b>	
TSAF, Sucursal en España	Tradition Securities and Futures
CMC, Markets Germany GMBH, Sucursal en España	CMC, Markets Germany GMBH
JFD Group Ltd, Sucursal en España	JFD Group Ltd
SM Capital Markets Limited, Sucursal en España	SM Capital Markets Limited
MIO Partners (EU) GMBH, Sucursal en España	MIO Partners (EU) GMBH
RBC Capital Markets (Europe) GMBH, Sucursal en España	RBC Capital Markets (Europe) GMBH
Afex Markets Europe Limited, Sucursal en España	Afex Markets Europe Limited
Greenhill Europe GMBH & Co. KG, Sucursal en España	Greenhill Europe GMBH & Co. KG
Moneycorp Technologies Limited, Sucursal en España	Moneycorp Technologies Limited
<b>Bajas</b>	
Alliancebernstein Limited, Sucursal En España	Alliancebernstein Limited
Ayondo Markets Limited, Sucursal En España	Ayondo Markets Limited
Tullett Prebon (Europe) Limited, Sucursal En España	Tullett Prebon (Europe) Limited
BGC Brokers LP, Sucursal En España	BGC Brokers L.P
GFI Securities Limited, Sucursal En España	GFI Securities Limited
Greenhill & Co. Spain Limited, Sucursal En España	Greenhill & Co. Spain Limited
Axa Investment Managers Gs Limited, Sucursal En España	Axa Investment Managers Gs Limited

Fuente: CNMV.

**Sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero. Cambios de control en 2020** II.9

Entidad	Adquiriente
<b>Tomas de control por entidades financieras</b>	
Caser Valores e Inversiones, AV, S. A.	Helvetia Schweizerische Versicherungsgesellschaft AG
C2 Asesores Patrimoniales, EAF, S. L.	Abante Asesores, S. A.
Opteam Asesores Financieros, EAF, S. L.	Independiente

Fuente: CNMV.

**ESI españolas con pasaporte comunitario: Estado miembro de acogida<sup>1</sup>** II.10

	2019	2020
<b>Número de ESI con actuación transfronteriza</b>		
Libre prestación de servicios	49	55
Sucursales	6	4
<b>Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas<sup>2,3</sup></b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	22	25
Austria	15	18
Bélgica	20	23
Bulgaria	5	6
Chipre	4	6
Croacia	3	4
Dinamarca	13	15
Eslovaquia	5	6
Eslovenia	4	5
Estonia	4	5
Finlandia	11	13
Francia	21	26
Grecia	13	15
Hungría	5	6
Irlanda	16	19
Islandia	4	5
Italia	21	24
Letonia	4	5
Liechtenstein	5	6
Lituania	4	5
Luxemburgo	25	32
Malta	10	11
Noruega	11	12
Países Bajos	18	22
Polonia	7	7
Portugal	33	36
Reino Unido	21	23

**ESI españolas con pasaporte comunitario: Estado miembro de acogida<sup>1</sup>**  
(continuación)

II.10

Anexos  
Anexos estadísticos II

	2019	2020
República Checa	4	6
Rumanía	6	6
Suecia	15	18
<b>Sucursales</b>		
Francia	1	1
Italia	4	3
Países Bajos	1	1
Reino Unido	3	1
Suecia	1	1
<b>Pro memoria: número de ESI con actuación transfronteriza fuera del EEE</b>		
Libre prestación de servicios	6	7
Sucursales	1	1
<b>Distribución por países<sup>3</sup></b>		
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Andorra	1	1
Canadá	1	1
Chile	2	2
Estados Unidos	1	2
Perú	1	1
Suiza	4	4
<b>Sucursales</b>		
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.

<b>EAF españolas con pasaporte comunitario: Estado miembro de acogida</b>			II.11
	2019	2020	
<b>Número de EAF con actuación transfronteriza</b>			
Libre prestación de servicios	29	27	
Sucursales	2	1	
<b>Distribución por países</b>			
<b>Libre prestación de servicios<sup>1,2</sup></b>			
Alemania	5	5	
Bélgica	1	2	
Francia	5	5	
Irlanda	2	2	
Italia	3	3	
Luxemburgo	23	22	
Malta	2	3	
Países Bajos	2	2	
Portugal	3	3	
Reino Unido	5	0	
<b>Sucursales</b>			
Portugal	1	1	
Reino Unido	1	0	

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.

<b>Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España: Estado miembro de origen</b>			II.12
	2019	2020	
<b>Número de EE. CC. extranjeras que prestan servicios de inversión en España</b>			
<b>Entidades de crédito comunitarias</b>			
Libre prestación de servicios	417	430	
Filiales de EE. CC. comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	0	0	
Sucursales	54	52	
<b>Entidades de crédito extracomunitarias</b>			
Libre prestación de servicios	2	2	
Sucursales	3	3	
<b>Distribución según el Estado de origen</b>			
<b>Libre prestación de servicios</b>	<b>419</b>	<b>432</b>	
<b>Entidades de crédito comunitarias</b>			
Alemania	54	52	
Austria	34	37	
Bélgica	8	9	
Chipre	3	4	
Dinamarca	9	9	



**Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España: Estado miembro de origen (continuación)**

II.12

Anexos  
Anexos estadísticos II

	2019	2020
Eslovaquia	1	1
Finlandia	9	9
Francia	48	50
Grecia	1	1
Hungría	6	6
Irlanda	26	27
Islandia	1	1
Italia	10	11
Letonia	2	2
Liechtenstein	8	8
Luxemburgo	50	53
Malta	9	9
Noruega	4	4
Países Bajos	28	28
Polonia	1	1
Portugal	14	16
Reino Unido	82	82
República Checa	1	1
Suecia	8	9
<b>Entidades de crédito extracomunitarias</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Australia	1	1
Canadá	1	1
Suiza	0	0
<b>Filiales de EE. CC. comunitarias en régimen de libre prestación de servicios</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Sucursales</b>	<b>57</b>	<b>55</b>
<b>Entidades de crédito comunitarias</b>	<b>54</b>	<b>52</b>
Alemania	8	9
Austria	1	0
Bélgica	1	2
Francia	9	9
Irlanda	5	5
Italia	4	4
Luxemburgo	9	9
Países Bajos	8	8
Portugal	5	4
Reino Unido	4	2
<b>Entidades de crédito extracomunitarias</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
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 35<sup>1</sup> con participación significativa

III.1

Entidades	Participación				
	3-5 %	5-10 %	10-25 %	25-50 %	50-100 %
Acciona	–	–	–	2	–
Acerinox	2	–	2	–	–
ACS	1	2	1	–	–
Aena	1	1	–	–	1
Almirall	–	–	–	–	1
Amadeus	5	2	–	–	–
BBVA	1	1	–	–	–
B. Sabadell	4	–	–	–	–
B. Santander	–	1	–	–	–
Bankia	2	–	–	–	1
Bankinter	2	1	1	–	–
Caixabank	2	–	–	1	–
Cellnex	9	2	1	–	–
Cie Automotive	2	4	1	–	–
Enagás	7	–	–	–	–
Endesa	–	–	–	–	1
Ferrovial	3	2	1	–	–
Grifols	2	4	–	–	–
Iberdrola	1	2	–	–	–
IAG	1	–	–	1	–
Indra	4	2	2	–	–
Inditex	–	1	–	–	1
Inmobiliaria Colonial	2	3	2	–	–
Mapfre	–	–	–	–	1
Meliá	1	1	–	1	–
Merlin	1	1	1	–	–
Naturgy	1	–	3	–	–
Pharma Mar	1	2	1	–	–
REE	1	–	1	–	–
Repsol	2	2	–	–	–
Siemens Gamesa	1	–	–	–	1
Solaria	1	1	–	1	–
Telefónica	2	1	–	–	–
Viscofan	3	1	2	–	–
<b>Total</b>	<b>65</b>	<b>37</b>	<b>19</b>	<b>6</b>	<b>7</b>

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
(1/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 3 de marzo de 2020</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV —por deficiencias en el ámbito de la evaluación de la conveniencia en la comercialización de productos financieros complejos—. Se la sanciona con multa de 2.000.000 euros.
(2/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 3 de marzo de 2020</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una EAFI, a su administrador único y a un directivo, por la presunta comisión de cinco infracciones: tres infracciones muy graves, de las cuales, dos del artículo 283.3 del TRLMV —por incumplimientos en materia de registro de recomendaciones y deficiencias en su estructura organizativa y en los procedimientos internos y de control— y una tercera del artículo 285.5 del mismo texto legal —por la negativa o resistencia a la actuación inspectora de la CNMV—; y dos infracciones graves, una del artículo 291.4 del TRLMV —por realizar actividad no autorizada a las EAFI—, y otra del artículo 295.2 del mismo texto legal —por el cobro a clientes de honorarios superiores a los fijados en su folleto de tarifas—. Se sanciona a la entidad con multas por un importe global de 770.000 euros y a cada una de las personas físicas con multas por un importe global de 85.000 euros y sendas sanciones de separación del cargo con inhabilitación por un plazo de 5 años.
(3/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de junio de 2020</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI 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 80.000 euros.
(4/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de junio de 2020</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI 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.
(5/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de junio de 2020</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI y a uno de sus agentes —persona jurídica—, por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 295.4 del TRLMV —por la realización, de forma concertada, de prácticas constitutivas de manipulación de mercado—. Se los sanciona con sendas multas por importe de 150.000 euros.
(6/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de junio de 2020</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV —por no actuar en el interés óptimo de sus clientes percibiendo incentivos no permitidos—. Se la sanciona con multa por importe de 240.000 euros.
(7/20)	<b>Orden Ministerial de 19 de junio de 2020</b> Resuelve, en lo relativo a la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV —por no evaluar la conveniencia en la comercialización a sus clientes de participaciones preferentes— el expediente sancionador incoado —y posteriormente suspendido en lo relativo a esta infracción por la existencia de un procedimiento penal— a una entidad de crédito, sucesora de una caja de ahorros y su fundación. Se la sanciona con multa por importe de 600.000 euros.
(8/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de septiembre de 2020</b> 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 20.000 euros.
(9/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de septiembre de 2020</b> Resuelve parcialmente, en lo relativo a la sociedad gestora, el expediente sancionador incoado a una SGIIC por la presunta comisión de dos infracciones muy graves de la LIIC; la primera de ellas, del artículo 80, letra g), de dicho texto legal —por la realización de actividades no permitidas—, y la segunda, de la letra o) del mismo artículo 80 —por carecer de los procedimientos y mecanismos de control interno legalmente exigidos por la normativa—. Se la sanciona con sendas multas por importe de 50.000 euros.
(10/20)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de octubre de 2020</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de dos infracciones muy graves; la primera, del artículo 284.1 del TRLMV —por deficiencias en materia de gestión de conflictos de interés— y la segunda, del artículo 283.3 del mismo texto legal —por diversas deficiencias en materia de llevanza del registro de órdenes, de organización interna y de aspectos de control—. Se la sanciona con multas por importe de 2.000.000 y 75.000 euros, respectivamente.

**Referencia Resoluciones**

<b>(11/20)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de octubre de 2020</b>
	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 300.000 euros.
<b>(12/20)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 3 de diciembre de 2020</b>
	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 75.000 euros.
<b>(13/20)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 3 de diciembre de 2020</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV —por deficiencias en la evaluación de la conveniencia—. Se la sanciona con multa por importe de 2.000.000 euros.
<b>(14/20)</b>	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de diciembre de 2020</b>
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV —por deficiencias en la evaluación de la conveniencia—. Se la sanciona con multa por importe de 300.000 euros.

**Relación de resoluciones judiciales recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2020 contra resoluciones en materia de sanciones**

III.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Resolución	Acto recurrido
1	21/01/2020	Audiencia Nacional	930/2016	Sentencia	Resolución MEC 22/09/2016
Confirma la sanción impuesta a una sociedad de valores, en relación con una infracción muy grave del artículo 107 <i>quater</i> , apartado 3, letra c), de la LMV, por Orden del Ministerio de Economía y Competitividad de 13 de enero de 2016, confirmada en reposición por resolución del mismo Ministerio de 22 de septiembre de 2016.					
2	19/02/2020	Audiencia Nacional	1262/2018	Sentencia	Resolución MEE 28/09/2018
Confirma la sanción impuesta a una agencia de valores y a su consejero delegado, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra l), de la LMV en concurso con otra infracción muy grave del artículo 99, letra z) ter, del mismo texto legal, por resolución del Consejo de la CNMV de 25 de octubre de 2017, confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía y Empresa de 28 de septiembre de 2018.					
3	08/05/2020	Tribunal Supremo	790/2016	Auto	Sentencia AN 13/09/2019
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 7391/2019 interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 13 de septiembre de 2019.					
4	05/06/2020	Audiencia Nacional	610/2017	Sentencia	Resolución MEIC 07/09/2017
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 7 de septiembre de 2017.					
5	10/06/2020	Audiencia Nacional	618/2017	Sentencia	Resolución MEIC 07/09/2017
Confirma la sanción impuesta a una persona jurídica, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 29 de junio de 2016, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 7 de septiembre de 2017.					
6	18/06/2020	Audiencia Nacional	787/2019	Sentencia	Resolución MEE 01/04/2019
Confirma la sanción impuesta a una persona jurídica, en relación con una infracción muy grave del artículo 286.6 del TRLMV, por resolución del Consejo de la CNMV de 30 de octubre de 2018, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Empresa de 1 de abril de 2019.					
7	01/07/2020	Audiencia Nacional	807//2019	Sentencia	Resolución MEE 01/04/2019
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 Consejo de la CNMV de 25 de julio de 2018, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía y Empresa de 1 de abril de 2019.					
8	14/07/2020	Audiencia Nacional	28/2018	Sentencia	Resolución MEIC 06/11/2017
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 26 de abril de 2017, confirmada en alzada por resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 6 de noviembre de 2017.					
9	21/07/2020	Tribunal Supremo	1254/2018	Auto	Sentencia AN 23/07/2019
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación número 7039/2019 interpuesto contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de julio de 2019.					
10	08/10/2020	Tribunal Supremo	3053/2014	Sentencia	Sentencia AN 31/01/2019
Desestima el recurso de casación número 2981/2019 interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 31 de enero de 2019, confirmando 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 resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 24 de noviembre de 2014, que confirma en reposición la orden del mismo Ministerio de 23 de mayo de 2014.					
11	18/12/2020	Tribunal Supremo	4982/2020	Auto	Sentencia AN 18/06/2020
Admite el recurso de casación número 4982/2020 interpuesto contra la sentencia de la Audiencia Nacional de 18 de junio de 2020, al considerar la cuestión planteada de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia.					

# Anexos legislativos

## A Legislación española

### A.1 Comisión Nacional del Mercado Valores

- **Resolución de 4 de febrero de 2020**, de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, por el que se concede una subvención a la fundación para la financiación de las actividades y cumplimiento de los fines fundacionales durante 2020.

El objeto del convenio es la concesión por parte de la CNMV de una subvención nominativa para el ejercicio 2020 a la Fundación IIMV para financiar con carácter general el presupuesto de gastos ordinarios de esta.

- **Acuerdo de 3 de marzo de 2020**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se nombran vocales del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Resolución de 20 de marzo de 2020**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre la suspensión de plazos administrativos prevista en el Real Decreto 463/2020, relativo al estado de alarma.

Se consideran indispensables para la protección del interés general y para el funcionamiento básico de los servicios encomendados a la CNMV, a los efectos de lo dispuesto en la disposición adicional tercera del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, los procedimientos administrativos de autorización cuya instrucción corresponde a la Dirección General de Entidades o a la Dirección General de Mercados en todos aquellos supuestos susceptibles de producir efectos favorables para los interesados, así como todas aquellas actuaciones o procedimientos a través de los que se concretan las actuaciones de supervisión en general de la CNMV en relación con el mercado de valores y las entidades sujetas a su supervisión.

En todo caso, deberá atenderse en dichos procedimientos a causas justificadas de los interesados en ellos derivadas de la situación de crisis sanitaria provocada por el COVID-19.

Se delega en el Comité Ejecutivo de la CNMV la competencia para resolver motivadamente sobre la inclusión de otros procedimientos administrativos distintos a los previstos en esta resolución.

- **Circular 1/2020, de 6 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican 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.

Debido a la aprobación de la revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, por acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 25 de junio de 2020, se ha procedido a la modificación de los modelos de informe anual de gobierno corporativo y de informe de remuneraciones de los consejeros incluidos, respectivamente, en la Circular 5/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, y en la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, tras las modificaciones introducidas por la Circular 2/2018, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta circular entró en vigor al día siguiente de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado* y resultará de aplicación a los informes anuales de gobierno corporativo y a los informes anuales sobre remuneraciones de los consejeros que las entidades obligadas deban presentar correspondientes a los ejercicios cerrados a partir del 31 de diciembre de 2020, inclusive.

- **Circular 2/2020, de 28 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.

Esta circular entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, excepto la norma 7 en cuanto a las características del registro, que entrará en vigor a los seis meses de la publicación por el Banco de España de las especificaciones técnicas previstas en la disposición final segunda de la Circular 4/2020, de 26 de junio, del Banco de España, sobre publicidad de los productos y servicios bancarios.

- **Corrección de errores de la Circular 2/2020, de 28 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.
- **Modificación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la guía técnica 4/2017**, relativa a los conocimientos y competencias del personal que informa o asesora, para permitir de modo permanente que los exámenes se puedan realizar de forma no presencial.



- **Real Decreto-ley 3/2020, de 4 de febrero**, de medidas urgentes por el que se incorporan al ordenamiento jurídico español diversas directivas de la Unión Europea en el ámbito de la contratación pública en determinados sectores; de seguros privados; de planes y fondos de pensiones; del ámbito tributario y de litigios fiscales.

Con este real decreto-ley se completa la trasposición del paquete de directivas comunitarias que en materia de contratación pública aprobó la Unión Europea en 2014, esto es, además de la Directiva 2014/25/UE, relativa a la contratación por parte de entidades que operan en los sectores del agua, la energía, los transportes y los servicios postales, y la Directiva 2014/23/UE, relativa a la adjudicación de contratos de concesión, la Directiva 2014/24/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de febrero de 2014, sobre contratación pública.

El sistema legal de contratación pública que se establece en este real decreto-ley completa lo dispuesto en la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, a la cual se hacen diversas remisiones a lo largo del articulado; persigue aclarar las normas vigentes en aras de una mayor seguridad jurídica, y trata de conseguir que se utilice la contratación pública como instrumento para implementar las políticas tanto europeas como nacionales en materia social, medioambiental, de innovación y desarrollo, y de promoción de las pymes.

En materia de seguros, se traspone la Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de enero de 2016, sobre la distribución de seguros. La incorporación de la mencionada directiva al ordenamiento jurídico español implicaba introducir importantes modificaciones en la Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados. Esta circunstancia, así como la necesidad de fortalecer las obligaciones de información en la distribución de productos de inversión basados en seguros, entre otros, han aconsejado la elaboración de una nueva norma con rango de ley que sustituyese a la Ley 26/2006, de 17 de julio.

Asimismo se traspone parcialmente la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo, para lo cual se modifica el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre.

El título III del libro segundo del Real Decreto-ley 3/2020 traspone parcialmente 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 accionistas en las materias que afectan directamente al sector asegurador.

Su trasposición aportará mejoras en el ámbito del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España, con la finalidad última de favorecer la financiación a largo plazo que reciben las sociedades a través de los mercados de capitales. Se trata de evitar presiones cortoplacistas en la gestión de las sociedades, de forma que se puedan tener en consideración objetivos de crecimiento y sostenibilidad a medio y largo plazo, lo cual resulta positivo para la propia empresa, el bienestar de grupos de interés distintos a los accionistas, como los

trabajadores, y para la economía en general, mejorando su resistencia a las crisis y su potencial de crecimiento agregado.

Por último, este real decreto-ley modifica la regulación del Impuesto sobre la Renta de no residentes con el fin de trasponer la Directiva (UE) 2017/1852 del Consejo, de 10 de octubre de 2017, relativa a los mecanismos de resolución de litigios fiscales en la Unión Europea, armonizando así el marco de resolución de procedimientos amistosos y reforzando la seguridad jurídica. Con tal fin se lleva a cabo la modificación del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, así como de la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa.

Se derogan las siguientes normas:

- i) La Ley 31/2007, de 3 de octubre, sobre procedimientos de contratación en los sectores del agua, la energía, los transportes y los servicios postales, por la que se incorporan al ordenamiento jurídico español las Directivas 2004/17/CE, 92/13/CEE y 2007/66/CE y todas las disposiciones de igual o inferior rango en cuanto se opongan a lo establecido en este real decreto-ley.
- ii) La Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros.

No obstante lo anterior, el Real Decreto 764/2010, de 11 de junio, por el que se desarrolla la Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados en materia de información estadístico-contable y del negocio, y de competencia profesional, así como la Resolución de 18 de febrero de 2011, de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, por la que se establecen los requisitos y principios básicos de los programas de formación para los mediadores de seguros, corredores de reaseguros y demás personas que participen directamente en la mediación de los seguros y reaseguros privados, continuarán en vigor hasta que se apruebe la normativa que desarrolle el real decreto-ley en materia de formación y de información estadístico-contable y del negocio.

### A.3 Otras normas

- **Real Decreto 309/2020, de 11 de febrero**, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito y por el que se modifica el Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por el Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, 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.

El objetivo fundamental de esta norma es el desarrollo de un régimen jurídico para los establecimientos financieros de crédito que sea claro, comprensible y adaptado a las necesidades del negocio, pero al mismo tiempo equivalente en términos de robustez al establecido para entidades de crédito.

Este real decreto deroga el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito, que desarrolla el título II de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, y

concreta el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito y de los grupos o subgrupos consolidables de establecimientos financieros de crédito con matriz en España en materia de acceso a la actividad, requisitos de solvencia y régimen de supervisión. Este real decreto tiene como fin mejorar la protección del cliente financiero y la competencia en la concesión de préstamos, sin renunciar a los estándares de prudencia que deben caracterizar tal actividad.

Este real decreto entrará en vigor el 1 de julio de 2020, salvo el artículo 30 (Colchón de liquidez y estructura de fuentes de financiación y vencimientos de los establecimientos financieros de crédito), que entrará en vigor a los tres meses de la publicación de la circular del Banco de España que desarrolle lo previsto en dicho artículo, y la disposición final segunda, que entrará en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Real Decreto-ley 6/2020, de 10 de marzo**, por el que se adoptan determinadas medidas urgentes en el ámbito económico y para la protección de la salud pública.

Se modifica la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social; la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, 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 modifica la disposición adicional séptima de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, en lo que se refiere al régimen jurídico de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A. (SAREB), a los efectos de la no aplicación de lo previsto en el artículo 363.1, letra e), del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

Se modifica la disposición adicional cuarta del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, para ampliar el tipo de entidades financieras ya constituidas que pueden solicitar su transformación en bancos.

Se modifica la Ley Orgánica 3/1986, de 14 de abril, de Medidas Especiales en Materia de Salud Pública para establecer el abastecimiento centralizado por el Estado de productos sanitarios distintos de los medicamentos. Finalmente, se contempla, con el fin de proteger la salud pública, como situación asimilada a accidente de trabajo exclusivamente para la prestación económica de incapacidad temporal del sistema de seguridad social los periodos de aislamiento o contagio de las personas trabajadoras como consecuencia del virus COVID-19.

Este real decreto-ley entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 12 de marzo de 2020.

- **Real Decreto-ley 7/2020, de 12 de marzo**, por el que se adoptan medidas urgentes para responder al impacto económico del COVID-19.

Este real decreto-ley tiene por objeto la adopción de nuevas medidas para responder al impacto económico negativo que se está produciendo en el ámbito

sanitario, en el sector turístico y sobre las personas afectadas por las medidas de contención adoptadas por las autoridades competentes, así como prevenir un mayor impacto económico negativo sobre las pymes y autónomos. En concreto, las medidas adoptadas se orientan a reforzar el sistema de salud pública, apoyar a las personas trabajadoras y familias más vulnerables afectadas por la situación excepcional y extraordinaria, garantizar la liquidez de las empresas del sector turístico y apoyar la financiación de las pequeñas y medianas empresas y autónomos. Además, el presente real decreto-ley establece unas medidas para la gestión eficiente de las Administraciones públicas.

En el capítulo V se disponen medidas para la gestión eficiente de las Administraciones públicas, especialmente en su artículo 16, relativo a la contratación.

La disposición final primera establece una modificación de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno, con el fin de establecer la posibilidad de que el presidente del Gobierno, en situaciones excepcionales y cuando la naturaleza de la crisis lo exija, decida motivadamente que el Consejo de Ministros, las Comisiones Delegadas del Gobierno y la Comisión General de Secretarios de Estado y Subsecretarios puedan celebrar sesiones, adoptar acuerdos y aprobar actas a distancia por medios electrónicos, con las debidas garantías.

Este real decreto-ley entró en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 13 de marzo de 2020.

- **Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo**, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.

Mediante este real decreto se declara el estado de alarma en todo el territorio nacional durante un periodo de 15 días, se nombran las autoridades competentes y se establecen medidas extraordinarias como, entre otras, la limitación a la libre circulación de personas.

Asimismo se dispone la suspensión, con excepciones, de los plazos procesales y administrativos, así como los de caducidad y de prescripción.

- **Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo**, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19.

Se destacan los artículos 40 y 41 en los que se establecen una serie de medidas extraordinarias aplicables al funcionamiento de los órganos de gobierno de las personas jurídicas de derecho privado e igualmente se establece una serie de medidas extraordinarias aplicables al funcionamiento de los órganos de gobierno de las sociedades anónimas cotizadas. Por otro lado se interrumpe el plazo fijado en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, para que el deudor que se encuentre en estado de insolvencia no tenga el deber de solicitar la declaración de concurso.

Por su parte, el artículo 42 prevé la suspensión del plazo de caducidad de los asientos del registro durante la vigencia del real decreto de declaración del estado de alarma, y el artículo 43 dispone el plazo del deber de solicitud de concurso: mientras esté vigente el estado de alarma, el deudor que se encuentre en estado de insolvencia no tendrá el deber de solicitar la declaración de concurso.

Tampoco tendrá el deber de solicitar la declaración de concurso, mientras esté vigente el estado de alarma, el deudor que hubiera comunicado al juzgado competente para la declaración de concurso la iniciación de negociación con los acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación o un acuerdo extrajudicial de pagos, o para obtener adhesiones a una propuesta anticipada de convenio, aunque hubiera vencido el plazo al que se refiere el apartado quinto del artículo 5 bis de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

La disposición final sexta modifica el artículo 16 sobre contratación regulado por el Real Decreto-ley 7/2020, de 12 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes para responder al impacto económico del COVID-19.

Este real decreto-ley entró en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 18 de marzo de 2020. Las medidas mantendrán su vigencia durante el plazo de un mes desde su entrada en vigor, sin perjuicio de que, previa evaluación de la situación, se pueda prorrogar su duración por el Gobierno mediante real decreto-ley. No obstante lo anterior, aquellas medidas previstas en este real decreto-ley que tienen plazo determinado de duración se sujetarán al mismo.

- **Real Decreto 465/2020, de 17 de marzo**, por el que se modifica el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Real Decreto-ley 10/2020, de 29 de marzo**, por el que se regula un permiso retribuido recuperable para las personas trabajadoras por cuenta ajena que no presten servicios esenciales, con el fin de reducir la movilidad de la población en el contexto de la lucha contra el COVID-19.

Este real decreto-ley regula un permiso retribuido recuperable para personal laboral por cuenta ajena, de carácter obligatorio y limitado en el tiempo, entre los días 30 de marzo y 9 de abril (ambos incluidos), para todo el personal laboral por cuenta ajena que preste servicios en empresas o entidades del sector público o privado que desarrollan las actividades no esenciales calificadas como tales en el anexo de esta norma.

Quedan exceptuados de la aplicación de este real decreto-ley los trabajadores que tengan su contrato suspendido durante el periodo indicado y aquellos que puedan continuar prestando servicios a distancia.

La disposición adicional primera, sobre empleados públicos, dispone que el Ministerio de Política Territorial y Función Pública y los competentes en las comunidades autónomas y entidades locales quedan habilitados para dictar las instrucciones y resoluciones que sean necesarias para regular la prestación de servicios de los empleados públicos incluidos en el ámbito de aplicación del Real Decreto Legislativo 5/2015, de 30 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto Básico del Empleado Público, con el objeto de mantener el funcionamiento de los servicios públicos que se consideren esenciales.

Por su parte, la disposición adicional quinta, sobre el personal de empresas adjudicatarias de contratos del sector público, señala que el permiso retribuido recuperable regulado en este real decreto-ley no resultará de aplicación a las

personas trabajadoras de las empresas adjudicatarias de contratos de obras, servicios y suministros del sector público que sean indispensables para el mantenimiento y la seguridad de los edificios y la adecuada prestación de los servicios públicos, incluida la prestación de estos de forma no presencial, todo ello sin perjuicio de lo establecido en el artículo 34 —medidas en materia de contratación pública para paliar las consecuencias del COVID-19— del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19.

Este real decreto-ley entró en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 29 de marzo de 2020.

- **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.

Este real decreto-ley tiene por objeto aprobar un nuevo paquete de medidas que refuercen, complementen y amplíen las hasta ahora adoptadas, conformando un paquete económico y social completo.

La norma supone, en primer lugar, la adopción de un nuevo paquete de medidas de carácter social dirigidas al apoyo a trabajadores, consumidores, familias y colectivos vulnerables. Entre estas medidas destacan las siguientes:

- Medidas dirigidas al apoyo al alquiler de personas vulnerables. Se establece la suspensión de lanzamientos para hogares vulnerables sin alternativa habitacional y la prórroga extraordinaria de los contratos de arrendamiento de vivienda habitual. Asimismo, se establecen medidas conducentes a procurar la moratoria de la deuda arrendaticia para las personas arrendatarias de vivienda habitual en situación de vulnerabilidad económica. Se crea una línea de avales del Estado específica, a la que podrán tener acceso todos aquellos hogares que puedan estar en situación de vulnerabilidad como consecuencia de la expansión del COVID-19 y que no comportará ningún tipo de gastos o intereses para el solicitante.
- Se amplía el plazo de suspensión a tres meses y se realizan ajustes técnicos para facilitar la aplicación de la moratoria de deuda hipotecaria para la adquisición de vivienda habitual introducida por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo. La moratoria de la deuda hipotecaria del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, inicialmente prevista para la vivienda habitual de las personas físicas, se extiende ahora a dos nuevos colectivos: el de los autónomos, empresarios y profesionales respecto de los inmuebles afectos a su actividad económica, de un lado, y a las personas físicas que tengan arrendados inmuebles por los que no perciban la renta arrendaticia en aplicación de las medidas en favor de los arrendatarios como consecuencia del estado de alarma.
- Se amplía el alcance de la moratoria a los créditos y préstamos no hipotecarios que mantengan las personas en situación de vulnerabilidad económica, incluyendo los créditos al consumo. El objetivo de la medida es extender a todo tipo de préstamo el alivio económico establecido por el Real Decreto-ley 8/2020 para las personas más necesitadas mediante la suspensión de los contratos de crédito o préstamo no hipotecario.

- Se amplían las contingencias en las que se podrán hacer efectivos los derechos consolidados en los planes de pensiones recogiendo, con carácter excepcional, como supuestos en los que se podrá disponer del ahorro acumulado en planes de pensiones, las situaciones de desempleo consecuencia de un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) y el cese de actividad de trabajadores por cuenta propia o autónomos que se produzcan como consecuencia del COVID-19.

En segundo lugar, se ponen en marcha un conjunto de medidas de diversa naturaleza con impacto directo en el refuerzo de la actividad económica, así como actuaciones encaminadas a apoyar a empresas y autónomos. Destaca la medida consistente en que las empresas concursadas puedan acceder en las circunstancias actuales a un ERTE cuando hayan sido afectadas por la situación derivada del COVID-19. De esta manera, estas empresas podrían no ver menoscabada su viabilidad, al poder disfrutar de las ventajas asociadas a los ERTE del Real Decreto-ley 8/2020.

En tercer lugar, se establecen diversas medidas en el ámbito del sector público para facilitar y flexibilizar los procedimientos de cara a hacer frente a la crisis sanitaria y las consecuencias que de ella se derivan; se incluyen medidas dirigidas a la suspensión de los plazos de formulación y rendición de cuentas anuales del ejercicio 2019 de las entidades del sector público estatal y de remisión de la Cuenta General del Estado al Tribunal de Cuentas, como consecuencia de la declaración del estado de alarma. Se prevén medidas en materia de disponibilidades líquidas y donaciones del sector público y se refuerzan las obligaciones de suministro de información económico-financiera, para dotar de mayor flexibilidad y atribuciones al Ministerio de Hacienda para la concreción de sus contenidos, procedimientos y plazos de remisión.

El cómputo del plazo para interponer recursos en vía administrativa o para instar cualesquiera otros procedimientos de impugnación, reclamación, conciliación, mediación y arbitraje que los sustituyan de acuerdo con lo previsto en las leyes, en cualquier procedimiento del que puedan derivarse efectos desfavorables o de gravamen para el interesado, se calculará desde el día hábil siguiente a la fecha de finalización de la declaración del estado de alarma, con independencia del tiempo que hubiera transcurrido desde la notificación de la actuación administrativa objeto de recurso o impugnación con anterioridad a la declaración del estado de alarma. En el ámbito tributario, desde la entrada en vigor del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19, hasta el 30 de abril de 2020, el plazo para interponer recursos de reposición o reclamaciones económico-administrativas que se rijan por la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria y sus reglamentos de desarrollo empezará a contarse desde el 30 de abril de 2020 (disposición adicional octava).

Finalmente, se prevé la modificación de diversas normas, entre otras:

- Disposición final primera: se redactan de nuevo los artículos 40 (Medidas extraordinarias aplicables a las personas jurídicas de derecho privado) y 41 (Medidas extraordinarias aplicables al funcionamiento de los órganos de gobierno de las sociedades anónimas cotizadas) del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo.

- Mediante la disposición final tercera se modifica el artículo 7 bis de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Se refuerzan, por un lado, algunas de las medidas adoptadas en el Real Decreto-ley 8/2020, como las relativas al control de las inversiones exteriores o a la protección del consumidor en relación con las comunicaciones electrónicas y, por otro lado, se introducen otras medidas para aumentar la resistencia del sistema financiero español frente a posibles vaivenes de los mercados.
- La disposición final cuarta modifica el apartado 7 del artículo 71 *septies* de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva para prever expresamente la posibilidad de que la CNMV exija a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) medidas para reforzar la liquidez dirigidas a establecer plazos de preaviso que permitan a las SGIIC, en casos extremos, gestionar de modo ordenado y equitativo posibles escenarios de acumulación de peticiones de reembolso que podrían afectar a la estabilidad y confianza en el sistema financiero. Se añade así una nueva herramienta macroprudencial y estaría sujeta a las obligaciones de comunicación a la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) previstas en el artículo 16 del 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.
- En la disposición final séptima se 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 2014/23/UE y 2014/24/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de febrero de 2014, para establecer una excepción a la duración de los contratos de servicios cuando concurren determinadas circunstancias.
- En la disposición final duodécima se establece la prórroga de la vigencia de todas las medidas adoptadas en esta norma durante el plazo de un mes tras el fin del estado de alarma. No obstante lo anterior, aquellas medidas previstas en el real decreto-ley que tienen un plazo determinado de duración se sujetarán al mismo.

Este real decreto-ley entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 2 de abril de 2020, a excepción del artículo 37, sobre medidas de restricción a las comunicaciones comerciales de las entidades que realicen una actividad de juego regulada en la Ley 13/2011, de 27 de mayo, de regulación del juego, que entró en vigor a los dos días de la publicación de esta norma en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril**, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.

Para responder a las necesidades de apoyo reforzado derivadas de la prolongación de esta situación excepcional, se aprueba un nuevo paquete de medidas que refuerza las anteriormente adoptadas y se centra en el apoyo a las empresas y a los trabajadores.



Se establecen medidas para reforzar la financiación empresarial. Dada la situación adversa del mercado de crédito y las dificultades que, como consecuencia de la reducción de la cobertura de riesgos asegurados, puedan afectar a las relaciones comerciales y los pagos entre las empresas, se habilita al Consorcio de Compensación de Seguros para que desarrolle actividades de reaseguro de crédito y de caución a partir de 2020.

Se añade un nuevo apartado 3 a la disposición adicional octava 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 con la finalidad de habilitar la interposición y tramitación, dentro de aquellos procedimientos de contratación cuya continuación haya sido acordada por las entidades del sector público de conformidad con lo previsto en el apartado 4 de la disposición adicional tercera del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, de recurso especial en los términos establecidos en la propia Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, sin que el procedimiento de recurso pueda considerarse suspendido. De esta forma se garantiza, para todos los licitadores que tomen parte en estos procedimientos, la posibilidad de hacer valer sus derechos, pues los plazos del recurso especial previstos en la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público continuarán computándose en los términos establecidos en dicha ley.

Se introduce una disposición adicional que regula el otorgamiento unilateral por parte del acreedor de los instrumentos notariales en los que se formaliza la ampliación de plazo derivada de la moratoria legal de los préstamos o créditos garantizados con hipoteca, o mediante otro derecho inscribible distinto, y se justifica que lo que se documenta es el reconocimiento unilateral del acreedor de una obligación establecida *ex lege*.

Se modifica la letra d) del apartado 4 del artículo 159 de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público (LCSP) cuando regula el acto de apertura de los sobres o archivos electrónicos de los licitadores que contengan la oferta evaluable a través de criterios cuantificables mediante la mera aplicación de fórmulas, dentro del procedimiento abierto simplificado, eliminando la exigencia de que la apertura de los sobres tenga lugar en todo caso mediante acto público.

La reforma del precepto se encamina a permitir que la apertura de la oferta económica, tal y como se prevé en el artículo 157.4 de la LCSP para los procedimientos abiertos —del que el procedimiento abierto simplificado no deja de ser una especialidad— se realice en acto público, salvo cuando se prevea que en la licitación puedan emplearse medios electrónicos. La modificación del precepto no solo supone una mejora técnica deseable que está en línea con la regla general de presentación de ofertas por medios electrónicos establecida en la disposición adicional decimoquinta de la LCSP, que ya garantiza la integridad y el secreto de las proposiciones y permite el acceso a la documentación correspondiente a los aspectos dependientes de la aplicación de una fórmula, sino que permite resolver el problema coyuntural que se plantea en aquellos procedimientos de adjudicación cuya tramitación se ha reanudado por resultar indispensables para el funcionamiento de los servicios esenciales de la Administración pública pero en los que no es posible proceder a la apertura de los sobres por las restricciones derivadas de las medidas de contención adoptadas para mitigar la propagación de la pandemia de COVID-19.

Se modifica la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se trasponen al ordenamiento jurídico español la Directiva 2014/23/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de febrero de 2014.

Se modifica el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. Se destaca la modificación siguiente:

Se prevé un reforzamiento del reaval concedido por la Compañía Española de Reafianzamiento, S. A. (CERSA), con el fin de aumentar la capacidad de aval de las sociedades de garantía recíproca, presentes en todas las comunidades autónomas de España y con gran capilaridad como reforzadoras del acceso a la financiación de las pymes de las distintas áreas geográficas en las que se encuentran presentes. Además, se establece que podrán beneficiarse de los avales los pagarés incorporados al mercado de renta fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), fomentando el mantenimiento de las fuentes de liquidez proporcionadas por los mercados de capitales y no solo a través de los canales bancarios tradicionales. En ambos casos, las condiciones de los avales se establecerán por acuerdo del Consejo de Ministros. Por último, se garantiza que la línea de avales por importe de hasta 100.000 millones de euros podrá liberarse hasta el 31 de diciembre de 2020.

- **Real Decreto-ley 16/2020, de 28 de abril**, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia.

El **capítulo I** regula las medidas de carácter procesal. A tal fin se establecen una serie de disposiciones dirigidas a retomar la actividad ordinaria de los juzgados, y se habilita excepcionalmente y de forma parcial el mes de agosto. En aras de la seguridad jurídica resulta necesario establecer unas reglas generales para el cómputo de los plazos, optándose en el artículo 3 por el reinicio del cómputo de estos y por no tomar en consideración, por tanto, el plazo que hubiera transcurrido previamente a la declaración del estado de alarma. Se acuerda la ampliación de los plazos para la presentación de recursos contra sentencias y otras resoluciones que ponen fin al procedimiento y sean notificadas durante la suspensión de plazos establecida en el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, así como las que sean notificadas dentro de los 20 días hábiles siguientes al levantamiento de los plazos procesales suspendidos; de esta manera se permite que estos puedan presentarse de forma escalonada en un plazo más prolongado de tiempo y no concentrados en escasos días después del citado levantamiento.

En el **capítulo II** se incluyen medidas en el ámbito concursal y societario.

A las medidas ya adoptadas en el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, se añaden ahora otras para mantener la continuidad económica de las empresas, profesionales y autónomos que, con anterioridad a la entrada en vigor del estado de alarma, venían cumpliendo regularmente las obligaciones derivadas de un convenio, de un acuerdo extrajudicial de pagos o de un acuerdo de refinanciación homologado.

Respecto de estos deudores, se aplaza el deber de solicitar la apertura de la fase de liquidación cuando, durante la vigencia del convenio, el deudor

conozca la imposibilidad de cumplir los pagos comprometidos y las obligaciones contraídas con posterioridad a la aprobación de aquel; así mismo, se facilita la modificación del convenio o del acuerdo extrajudicial de pagos o del acuerdo de refinanciación homologado. Respecto de estos últimos, se permite además la presentación de una nueva solicitud sin necesidad de que transcurra un año desde la presentación de la anterior. Se incentiva la financiación de las empresas para atender sus necesidades transitorias de liquidez, calificando como créditos contra la masa —llegado el caso de liquidación— los créditos derivados de compromisos de financiación o de prestación de garantías a cargo de terceros, incluidas las personas especialmente relacionadas con el concursado que figuraran en la propuesta de convenio o en la propuesta de modificación del ya aprobado por el juez. En este mismo sentido, con el fin de facilitar el crédito y la liquidez de la empresa, se califican como ordinarios los créditos de las personas especialmente vinculadas con el deudor en los concursos que pudieran declararse dentro de los dos años siguientes a la declaración del estado de alarma.

Se establecen una serie de normas de agilización del proceso concursal, como la confesión de la insolvencia, la tramitación preferente de determinadas actuaciones tendentes a la protección de los derechos de los trabajadores, a mantener la continuidad de la empresa y a conservar el valor de bienes y derechos, así como la simplificación de determinados actos e incidentes (subastas, impugnación de inventario y listas de acreedores o aprobación de planes de liquidación).

Se amplía la suspensión del deber de solicitar la declaración de concurso de acreedores hasta el 31 de diciembre de 2020 y se prevé que, a los efectos de la causa legal de disolución por pérdidas, no se computen las del presente ejercicio. En relación con esto, en la disposición derogatoria se deroga el artículo 43 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, que establecía la suspensión del deber de solicitar el concurso durante la vigencia del estado de alarma y preveía que los jueces no admitirían a trámite solicitudes de concurso necesario hasta transcurridos dos meses desde la finalización de dicho estado.

El **capítulo III** regula medidas de carácter organizativo y tecnológico destinadas a afrontar las consecuencias que tiene la crisis del COVID-19 sobre la Administración de Justicia. Se establece un sistema de atención al público por vía telefónica o a través del correo electrónico habilitado a tal efecto, de tal forma que se limita la atención presencial a los supuestos estrictamente necesarios y únicamente mediante cita previa.

La disposición final tercera introduce una mejora técnica en la modificación del artículo 159.4 de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, aprobada por el Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo (se modifican los párrafos d) y f) del artículo 159.4).

En las disposiciones finales cuarta y quinta se amplía la posibilidad de disponibilidad de planes de pensiones para los trabajadores por cuenta propia o autónomos a los casos en que, sin cesar su actividad, hayan tenido una reducción de, al menos, el 75 % en su facturación como consecuencia de la situación de crisis sanitaria.

- **Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo**, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal.

El texto refundido se divide en tres libros:

El **libro I**, el más extenso, está dedicado al concurso de acreedores.

En la distribución de la materia entre los distintos títulos de los que se compone este primer libro, existen diferencias importantes con la sistemática de la Ley 22/2003, de 9 de julio.

En los artículos 572 y siguientes se establecen las especialidades del concurso por razón de la persona del deudor, en caso de solicitud de concurso de acreedores de una sociedad que tuviera emitidos valores o instrumentos financieros negociados en un mercado regulado.

Los títulos en este libro son:

- Un título específico sobre los órganos del concurso, dividido en dos capítulos, uno dedicado al juez del concurso y otro a la administración concursal.
- Un título sobre la masa activa y otro sobre la masa pasiva.
- Un título sobre el informe de la administración concursal.
- Un título propio para el pago de los créditos a los acreedores.
- Un título sobre publicidad.

Esta nueva sistemática ha supuesto el traslado y la reordenación de muchas normas contenidas en títulos diferentes de la Ley Concursal. Entre otros muchos ejemplos significativos, en el título IV, dedicado a la masa activa, no solo se incluye lo relativo a la composición de esa masa o lo relativo a su conservación, sino también las reglas generales de enajenación de los bienes y derechos que la componen, muchas de ellas ahora contenidas en el título sobre liquidación; el régimen de la reintegración de la masa, procedente del título sobre los efectos de la declaración de concurso; el régimen de la reducción de la masa, y la regulación de los créditos contra la masa, que se enumeraban en aquella parte de la ley que tenía por objeto la composición de la masa pasiva, incluidas las especialidades en caso de insuficiencia de la masa para hacer frente a dichos créditos, materia de la que se ocupaba el título dedicado a la conclusión del concurso.

Las normas concursales generales se integran en los 12 primeros títulos de este libro. Simultáneamente, se han excluido de esos títulos aquellas normas especiales que estaban dispersas por el articulado.

En el título XIV, que es el título final del libro I, se han agrupado, junto con el concurso de la herencia, las especialidades del concurso de aquel deudor que tenga determinadas características subjetivas u objetivas.

El **libro II** está dedicado al derecho tradicional de la insolvencia.

Este segundo libro se divide en cuatro títulos independientes: el primero, procedente del artículo 5 bis, tiene como objeto la comunicación de la apertura de negociaciones con los acreedores; el segundo se ocupa de los acuerdos de refinanciación; el tercero es el relativo a los acuerdos extrajudiciales de pago, cuya disciplina se ha añadido a la Ley Concursal por la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, modificada por la Ley 25/2015, de 28 de junio, y el último se ocupa de las especialidades del concurso consecutivo, sea a un acuerdo de refinanciación, sea a un acuerdo extrajudicial de pagos.

Se ha optado por mantener la terminología de esos nuevos instrumentos legales por ser la incorporada al anejo A del Reglamento (UE) 2015/848 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, sobre procedimientos de insolvencia.

El **libro III** incluye las normas de derecho internacional privado que hasta ahora contenía el título IX de la Ley Concursal. La razón de la creación de este último libro se encuentra en el citado Reglamento (UE) 2015/848. A diferencia del Reglamento (CE) n.º 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, el nuevo reglamento es de aplicación no solo a los concursos de acreedores, sino también a los «procedimientos» que el texto refundido agrupa en el libro II.

Asimismo se advierte sobre la disposición derogatoria única, derogación normativa.

Se derogan los artículos 1 a 242 bis, así como las disposiciones adicionales segunda, segunda bis, segunda ter, cuarta, quinta, sexta, séptima y octava, y las disposiciones finales quinta y sexta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

Quedan también derogadas cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en este real decreto legislativo y en el texto refundido que aprueba y, en particular, las siguientes:

- i) Disposición adicional tercera de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica.
- ii) Letra d) del apartado 1 de la disposición derogatoria única del Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros.
- iii) Disposición adicional tercera del Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.
- iv) Disposición adicional primera y apartados 1 y 2 de la disposición final tercera de la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito.
- v) Capítulo III (artículos 6 a 12); disposiciones adicionales primera, segunda y tercera, y disposiciones transitorias segunda a octava del Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica.

- vi) Artículo decimoséptimo de la Ley 13/2009, de 3 de noviembre, de reforma de la legislación procesal para la implantación de la nueva Oficina judicial.
- vii) Disposición final tercera de la Ley 11/2011, de 20 de mayo, de reforma de la Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje y de regulación del arbitraje institucional en la Administración General del Estado.
- viii) Disposición final sexta de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.
- ix) Artículo 10 del Real Decreto-ley 11/2013, de 2 de agosto, para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social.
- x) Artículo 21; artículo 31; apartado 18 del artículo 34, y disposición transitoria de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
- xi) Disposición final séptima de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.
- xii) Artículo 10 de la Ley 1/2014, de 28 de febrero, para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social.
- xiii) Artículo único del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.
- xiv) Artículo único del Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.
- xv) Artículo único de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.
- xvi) Artículo 1; disposiciones adicionales primera, segunda y tercera, y disposición transitoria primera del Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.
- xvii) Disposición final primera de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
- xviii) Disposición final quinta de la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal.
- xix) Disposición final quinta de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, así como entidades miembros de mercados oficiales de valores y

entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, a los que se aplican las especialidades para las situaciones concursales).

- xx) Disposición final quinta de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.
- xxi) Artículo 1 y disposición transitoria primera de la Ley 25/2015, de 28 de julio, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.
- xxii) Disposición final quinta de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.

Este real decreto legislativo y el texto refundido de la Ley Concursal que aprueba entrarán en vigor el **1 de septiembre del año 2020**.

- **Resolución de 6 de mayo de 2020**, de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros, de 5 de mayo de 2020, por el que se establecen los términos y condiciones del tercer tramo de la línea de avales a préstamos concedidos a empresas y autónomos, a los pagarés incorporados al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y a los reavales concedidos por la Compañía Española de Reafianzamiento, SME, Sociedad Anónima (CERSA), y se autorizan límites para adquirir compromisos de gasto con cargo a ejercicios futuros en aplicación de lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.
- **Real Decreto-ley 18/2020, de 12 de mayo**, de medidas sociales en defensa del empleo.

Se destaca lo dispuesto en el artículo 5, sobre los límites relacionados con reparto de dividendos y transparencia fiscal; en concreto, se trata de que las sociedades mercantiles u otras personas jurídicas que se acojan a los ERTE regulados en el artículo 1 de este real decreto-ley y que utilicen los recursos públicos destinados a ellos no podrán proceder al reparto de dividendos correspondientes al ejercicio fiscal en que se apliquen estos expedientes, excepto si abonan previamente el importe correspondiente a la exoneración aplicada a las cuotas de la seguridad social.

No se tendrá en cuenta el ejercicio en el que la sociedad no distribuya dividendos, en aplicación de lo establecido en el párrafo anterior, a los efectos del ejercicio del derecho de separación de los socios previsto en el apartado 1 del artículo 348 bis del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Esta limitación a repartir dividendos no será de aplicación para aquellas entidades que, a fecha 29 de febrero de 2020, tuvieran menos de 50 personas trabajadoras, o asimiladas a estas, en situación de alta en la seguridad social.

- **Real Decreto-ley 19/2020, de 26 de mayo**, por el que se adoptan medidas complementarias en materia agraria, científica, económica, de empleo y Seguridad Social y tributarias para paliar los efectos del COVID-19.

Este real decreto-ley adopta medidas en los ámbitos agrario, científico, económico, laboral y de la seguridad social y tributario. Entre otras, las siguientes:

- Acuerdos marco sectoriales promovidos por las asociaciones representativas de entidades financieras sobre aplazamiento de operaciones de financiación de clientes afectados por la crisis del coronavirus: este real decreto-ley incorpora un régimen especial para los acuerdos de moratoria alcanzados entre las entidades prestamistas y sus clientes.
- Presentación de la declaración del Impuesto sobre Sociedades para los contribuyentes que se ajusten para la formulación y aprobación de las cuentas anuales del ejercicio a lo dispuesto en los artículos 40 y 41 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. Los contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades cuyo plazo para la formulación y aprobación de las cuentas anuales del ejercicio se ajuste a lo dispuesto en los artículos 40 y 41 del Real Decreto-ley 8/2020 presentarán la declaración del impuesto para el periodo impositivo correspondiente a dicho ejercicio en el plazo previsto en el apartado 1 del artículo 124 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. Si a la finalización de este último plazo las cuentas anuales no hubieran sido aprobadas por el órgano correspondiente, la declaración se realizará con las cuentas anuales disponibles.

A estos efectos, en este real decreto-ley se entiende por cuentas anuales disponibles: i) para las sociedades anónimas cotizadas, las cuentas anuales auditadas a las que se refiere la letra a) del apartado 1 del artículo 41 del mencionado Real Decreto-ley 8/2020; ii) para el resto de contribuyentes, las cuentas anuales auditadas o, en su defecto, las cuentas anuales formuladas por el órgano correspondiente o, a falta de estas últimas, la contabilidad disponible llevada de acuerdo con lo previsto en el Código de Comercio o con lo establecido en las normas por las que se rijan.

El artículo 40 del Real Decreto-ley 8/2020 estableció una regulación extraordinaria de plazos de formulación, verificación y aprobación de las cuentas anuales de las personas jurídicas de derecho privado no comprendidas en el ámbito de aplicación del artículo 41 de dicho texto legal, relativo a las sociedades anónimas cotizadas. Dicha situación afecta a la obligación de presentación de la declaración del Impuesto sobre Sociedades, por cuanto la determinación de su base imponible en el método de estimación directa se efectúa sobre la base de su resultado contable. En este sentido, para paliar los efectos producidos por las medidas extraordinarias citadas, se faculta a los contribuyentes del impuesto que no hayan podido aprobar sus cuentas anuales con anterioridad a la finalización del plazo de declaración del impuesto para que presenten la declaración con las cuentas anuales disponibles a ese momento en los términos prescritos por la norma.

Posteriormente, cuando las cuentas sean aprobadas conforme a derecho y se conozca de forma definitiva el resultado contable, se presentará una segunda declaración. Si de ella resultase una cantidad a ingresar superior o una cantidad a devolver inferior a la derivada de la primera declaración, la segunda autoliquidación tendrá la consideración de complementaria. En el resto de los casos, esta segunda autoliquidación tendrá el carácter de rectificación de la



primera, produciendo efectos por su mera presentación, sin necesidad de resolución de la Administración tributaria sobre su procedencia. En ningún caso, la segunda autoliquidación tendrá efectos preclusivos y el Impuesto sobre Sociedades podrá ser objeto de comprobación plena. Al hilo de lo anterior, con el fin de ir avanzando en la reactivación de la actividad económica, social, administrativa y judicial, y dotar de seguridad jurídica al sistema, se modifica el artículo 40 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, estableciendo que el plazo de tres meses para formular las cuentas anuales y demás documentos legalmente obligatorios comenzará a contarse desde el 1 de junio y no desde la finalización del estado de alarma. Con esto, se aporta seguridad jurídica, pues se sustituye un plazo dinámico y no uniforme, ya que este variará según el grado de desescalada en que se encuentre la comunidad autónoma en cuyo territorio tenga su domicilio la sociedad, por una fecha cierta, el 1 de junio y se reactiva el tráfico jurídico social. Adicionalmente, se reduce de tres a dos meses el plazo para aprobar las cuentas anuales desde la formulación, con lo que las empresas dispondrán antes de unas cuentas aprobadas y depositadas en el Registro Mercantil y se armoniza dicho plazo para todas las sociedades, sean o no cotizadas, en modo tal que todas deberán tener las cuentas aprobadas dentro de los diez primeros meses del ejercicio.

A tal efecto, se modifica en la disposición final octava el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, como sigue:

Se modifica el apartado 3 del artículo 40: «La obligación de formular las cuentas anuales, ordinarias o abreviadas, individuales o consolidadas, en el plazo de tres meses a contar desde el cierre del ejercicio social que incumbe al órgano de gobierno o administración de una persona jurídica y, cuando fuere legalmente exigible, el informe de gestión y demás documentos exigibles según la legislación de sociedades, queda suspendida hasta el 1 de junio de 2020, reanudándose de nuevo por otros tres meses a contar desde esa fecha. No obstante lo anterior, será válida la formulación de las cuentas que realice el órgano de gobierno o administración de una persona jurídica durante el estado de alarma pudiendo igualmente realizar su verificación contable dentro del plazo legalmente previsto o acogándose a la prórroga prevista en el apartado siguiente». Se modifica el apartado 5 del artículo 40, que queda redactado en los siguientes términos: «La junta general ordinaria, para aprobar las cuentas del ejercicio anterior, se reunirá necesariamente dentro de los dos meses siguientes a contar desde que finalice el plazo para formular las cuentas anuales.»

Disposición final tercera. Modificación de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Se modifica la letra a) del apartado 3 del artículo 55 de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. La vigente redacción del artículo 55 de la Ley 11/2015, de 18 de junio, impide la renovación del presidente del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) tras concluir el mandato para el que fue nombrado y determina su cese en ese mismo momento. Teniendo en cuenta que el presidente es el único cargo ejecutivo de la Comisión Rectora del FROB y en aras de asegurar la continuidad operativa de la institución y evitar el riesgo de un periodo vacante entre dos presidentes, resulta conveniente prever que el final del citado plazo no impedirá la continuidad del presidente hasta el nombramiento del que le sucederá.

Disposición final cuarta. Modificación del Real Decreto 877/2015, de 2 de octubre, de desarrollo de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, por el que se regula el fondo de reserva que deben constituir determinadas fundaciones bancarias; se modifica el Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, y se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Se añade una disposición adicional en los siguientes términos:

Disposición adicional primera. Suspensión de la obligación de aportar al fondo de reserva. Debido a los efectos económicos derivados de la pandemia de COVID-19, las fundaciones bancarias a las que se refiere el artículo 2 no estarán obligadas a realizar dotaciones al fondo de reserva durante el año 2020. El plazo de constitución del fondo de reserva, previsto en el artículo 6, se suspenderá durante el año natural 2020. La suspensión de la aportación durante el año 2020 no será compensada en la aportación del año siguiente. Así, las aportaciones restantes hasta alcanzar el importe objetivo establecido en virtud del artículo 4 se distribuirán de forma lineal en el tiempo, de conformidad con el apartado 3 del artículo 6.

La Recomendación del Banco Central Europeo, de 27 de marzo de 2020, sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del COVID-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/1. El supervisor bancario europeo recomienda que, al menos hasta el 1 de octubre de 2020, las entidades de crédito se abstengan de repartir dividendos o de contraer compromisos irrevocables de repartirlos respecto de los ejercicios de 2019 y 2020. Ante esta circunstancia, y siendo los dividendos que perciben las fundaciones bancarias su principal fuente de ingresos, es oportuno suspender en este año 2020 la obligación de dotar el fondo de reserva y suspender el cómputo de su plazo de constitución, quedando por tanto las dotaciones pendientes aplazadas al periodo 2021-2024.

Disposición final novena. Modificación 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. El artículo 21.1 del Real Decreto-ley 11/2020 queda redactado como sigue: «Se establecen medidas conducentes a procurar la suspensión temporal de las obligaciones contractuales derivadas de todo préstamo o crédito sin garantía hipotecaria que estuviera vigente a la fecha de entrada en vigor de este real decreto-ley, cuando esté contratado por una persona física que se encuentre en situación de vulnerabilidad económica, en la forma definida en el artículo 16, como consecuencia de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19. En todo caso, los contratos de arrendamiento financiero se entenderán incluidos dentro del ámbito de aplicación objetivo de la suspensión temporal a que se refiere el párrafo anterior».

Disposición derogatoria única. Quedan derogados el apartado segundo del artículo 16 ter (Formalización en escritura pública de la moratoria hipotecaria) y el artículo 20 (Suspensión de la portabilidad) del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. Con efectos 1 de junio de 2020, queda derogada la disposición adicional segunda (Suspensión de plazos en el ámbito de actuación de la Inspección de Trabajo y Seguridad Social) del Real Decreto-ley

15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.

- **Ley 3/2020, de 18 de septiembre**, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia.

En el **capítulo II** se incluyen medidas en el **ámbito concursal y societario**. La crisis sanitaria del COVID-19 ha constituido un obstáculo adicional a la viabilidad de las empresas concursadas que puede determinar, bien la imposibilidad de suscribir o cumplir un convenio, abocando a las empresas a la liquidación, o bien una mayor dificultad de enajenar una unidad productiva que pudiera resultar viable. Es por ello que el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptaron medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, extendió a estas empresas la posibilidad de acceder a un ERTE en los términos del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. A las medidas ya adoptadas en dicho real decreto-ley, se añaden en esta ley otras, con una triple finalidad:

- En primer lugar, mantener la continuidad económica de las empresas, profesionales y autónomos que, con anterioridad a la entrada en vigor del estado de alarma, venían cumpliendo regularmente las obligaciones derivadas de un convenio, de un acuerdo extrajudicial de pagos o de un acuerdo de refinanciación homologado. Respecto de estos deudores, se aplaza el deber de solicitar la apertura de la fase de liquidación cuando, durante la vigencia del convenio, el deudor conozca la imposibilidad de cumplir los pagos comprometidos y las obligaciones contraídas con posterioridad a la aprobación de aquel; así mismo, se facilita la modificación del convenio o del acuerdo extrajudicial de pagos o del acuerdo de refinanciación homologado. Respecto de estos últimos se permite además la presentación de nueva solicitud sin necesidad de que transcurra un año desde la presentación de la anterior.
- En segundo lugar, se trata de potenciar e incentivar la financiación de las empresas para atender sus necesidades transitorias de liquidez, calificando como créditos contra la masa, llegado el caso de liquidación, los créditos derivados de compromisos de financiación o de prestación de garantías a cargo de terceros, incluidas las personas especialmente relacionadas con el concursado, que figuraran en la propuesta de convenio o en la propuesta de modificación del ya aprobado por el juez. En este mismo sentido, con el fin de facilitar el crédito y la liquidez de la empresa, se califican como ordinarios los créditos de las personas especialmente vinculadas con el deudor en los concursos que pudieran declararse dentro de los dos años siguientes a la declaración del estado de alarma.
- Por último, para evitar el previsible aumento de litigiosidad en relación con la tramitación de concursos de acreedores en los juzgados de lo mercantil y de primera instancia, se establecen una serie de normas de agilización del proceso concursal, como la no necesidad de celebración de vistas, la confesión de la insolvencia o la tramitación preferente de determinadas actuaciones tendentes a la protección de los derechos de los trabajadores, a mantener la continuidad de la empresa y a conservar el valor de bienes y derechos, así como la simplificación de determinados actos e

incidentes (subastas, impugnación de inventario y listas de acreedores o aprobación de planes de liquidación).

Finalmente, dentro de este capítulo II se establecen dos normas que tratan de atenuar temporal y excepcionalmente las consecuencias que tendría la aplicación en la actual situación de las normas generales sobre disolución de sociedades de capital y sobre declaración de concurso, de modo tal que se permita a las empresas ganar tiempo para poder reestructurar su deuda, conseguir liquidez y compensar pérdidas, ya sea por la recuperación de su actividad ordinaria o por el acceso al crédito o a las ayudas públicas. De esta forma, se amplía la suspensión del deber de solicitar la declaración de concurso de acreedores hasta el 31 de diciembre de 2020 y se prevé que a los efectos de la causa legal de disolución por pérdidas no se computen las del presente ejercicio.

En relación con lo anterior, en la disposición derogatoria se deroga el artículo 43 del Real Decreto-ley 8/2020, mencionado anteriormente, que establecía la suspensión del deber de solicitar el concurso durante la vigencia del estado de alarma y preveía que los jueces no admitirían a trámite solicitudes de concurso necesario hasta transcurridos dos meses desde la finalización de dicho estado.

El **capítulo III** regula medidas de **carácter organizativo y tecnológico** destinadas a seguir afrontando las consecuencias, ya expuestas, que ha tenido la crisis sobre la **Administración de Justicia** y ampliar la aplicación temporal de estas hasta el 20 de junio de 2021.

Así, se establece la celebración de actos procesales preferentemente mediante la presencia telemática de los intervinientes para garantizar la protección de la salud de las personas y minimizar el riesgo de contagio, salvaguardando los derechos de todas las partes del proceso. No obstante, en el orden jurisdiccional penal, la celebración de juicios preferentemente mediante presencia telemática se exceptúa en los supuestos de procedimientos por delitos graves, o cuando cualquiera de las acusaciones interese la prisión provisional o se solicite pena de prisión superior a dos años, en los que la presencia física del acusado resulta necesaria.

Igualmente, para atender a los mismos fines, se limita el acceso del público a todas las actuaciones orales atendiendo a las características de las salas de vistas. Se posibilita, así, el mantenimiento de las distancias de seguridad y se evitan las aglomeraciones y el trasiego de personas en las sedes judiciales cuando ello no resulte imprescindible.

Con la misma finalidad, se establece un sistema de atención al público por videoconferencia, vía telefónica o a través del correo electrónico habilitado a tal efecto, de tal forma que se limita la atención presencial a los supuestos estrictamente necesarios y únicamente mediante cita previa.

Se prevé la creación de unidades judiciales para el conocimiento de asuntos derivados del COVID-19 y se establece la posibilidad de que los letrados de la Administración de Justicia puedan, durante el periodo de prácticas, realizar funciones de sustitución o refuerzo, entre otras medidas.

En la disposición final cuarta se modifica la Ley 18/2011, de 5 de julio, reguladora del uso de las tecnologías de la información y la comunicación en la

Administración de Justicia, facilitando el acceso remoto a las aplicaciones utilizadas para la gestión procesal, lo que fomenta el teletrabajo, y se modifica el sistema de identificación y firma reconocidos, disociando uno de otro, en los mismos términos que la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

Al mismo tiempo se realiza una unificación de la publicación de resoluciones y comunicaciones en el Tablón Edictal Judicial Único, que será publicado electrónicamente por la Agencia Estatal del Boletín Oficial del Estado, lo que acaba con la dispersión en tablones de anuncios y distintos boletines oficiales y refuerza la simplicidad de este trámite y las garantías de las partes.

La disposición final quinta modifica y amplía la *vacatio legis* de la Ley 20/2011, de 21 de julio, del Registro Civil, hasta el 30 de abril de 2021.

Con la disposición final séptima se introduce una mejora técnica en la modificación del artículo 159.4 de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, aprobada por el Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.

Esta ley deroga el Real Decreto-ley 16/2020, de 28 de abril, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia, así como el artículo 43 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19.

Esta ley entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

– **Real Decreto-ley 28/2020, de 22 de septiembre**, de trabajo a distancia.

Este real decreto-ley será aplicable a las relaciones de trabajo en las que concurren las condiciones descritas en el artículo 1.1 del texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, que se desarrollen a distancia con carácter regular.

A tal efecto, se entiende que tiene carácter regular el trabajo a distancia que se preste, en un periodo de referencia de 3 meses, un mínimo del 30 % de la jornada, o el porcentaje proporcional equivalente en función de la duración del contrato de trabajo.

En cuanto al personal laboral al servicio de las Administraciones públicas, la disposición adicional segunda regula que las previsiones contenidas en este real decreto-ley serán de aplicación al personal laboral al servicio de las Administraciones públicas, que se regirá en esta materia por su normativa específica. Hasta que se apruebe dicha normativa, le será de aplicación lo dispuesto en el artículo 13 del texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores en la redacción vigente antes de la entrada en vigor de este real decreto-ley.

Se llama la atención sobre la disposición final novena, que dispone una modificación específica de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, a efectos de ampliar el plazo de entrada en vigor de las previsiones de la disposición final séptima de

la referida norma, en lo relativo al registro electrónico de apoderamientos, el registro electrónico, el registro de empleados públicos habilitados, el punto de acceso general electrónico de la Administración y el archivo electrónico; ante la dificultad de concluir los procesos de adaptación necesarios antes del 2 de octubre de 2020, que es el plazo fijado actualmente, se amplía hasta el 2 de abril de 2021, fecha a partir de la cual producirán efectos las previsiones sobre tales materias.

Por último, este real decreto-ley entra en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, sin perjuicio de lo establecido en su disposición adicional séptima.

No obstante, las disposiciones adicionales tercera, cuarta, quinta y sexta; la disposición transitoria cuarta, y las disposiciones finales cuarta, quinta, octava, novena, décima, undécima y duodécima entrarán en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Real Decreto-ley 29/2020, de 29 de septiembre**, de medidas urgentes en materia de teletrabajo en las Administraciones Públicas y de recursos humanos en el Sistema Nacional de Salud para hacer frente a la crisis sanitaria ocasionada por la COVID-19.

El objeto es configurar un marco normativo básico, tanto desde la perspectiva del régimen jurídico de las Administraciones públicas, como desde el punto de vista más específico de los derechos y deberes de los empleados públicos, suficiente para que todas las Administraciones públicas puedan desarrollar sus propios instrumentos normativos reguladores del teletrabajo en sus Administraciones públicas, en uso de sus potestades de autoorganización y considerando la competencia estatal sobre la legislación laboral en el caso del personal laboral.

Se regula con carácter básico la prestación del servicio a distancia mediante teletrabajo, fomentando el uso de las nuevas tecnologías de la información y el desarrollo de la administración digital, con las consiguientes ventajas tanto para los empleados públicos como para la Administración y la sociedad en general.

El presente real decreto-ley introduce un nuevo artículo 47 bis en el texto refundido de la Ley del Estatuto Básico del Empleado Público, en el capítulo V del título III, relativo a la jornada de trabajo, permisos y vacaciones.

Se define el teletrabajo como aquella modalidad de prestación de servicios a distancia en la que el contenido competencial del puesto de trabajo puede desarrollarse, siempre que las necesidades del servicio lo permitan, fuera de las dependencias de la Administración, mediante el uso de tecnologías de la información y la comunicación.

Se establece expresamente que, en todo caso, el teletrabajo deberá contribuir a una mejor organización del trabajo a través de la identificación de objetivos y la evaluación de su cumplimiento. Al tratarse de la regulación de una modalidad de trabajo y flexibilización de la organización de carácter estructural para las Administraciones públicas, ha de servir para la mejor consecución de los objetivos de la Administración en su servicio a los intereses generales.

Como tal, sin perjuicio de su voluntariedad, su utilización deberá venir supeditada a que se garantice la prestación de los servicios públicos y, en todo caso, habrá de asegurarse el cumplimiento de las necesidades del servicio.

Se establece que la prestación del servicio a través de esta modalidad de trabajo habrá de ser expresamente autorizada, a través de criterios objetivos para el acceso, y será compatible con la modalidad presencial, que seguirá siendo la modalidad ordinaria de trabajo. El personal que preste servicios mediante esta modalidad tendrá los mismos deberes y derechos que el resto de empleados públicos, debiendo la Administración proporcionar y mantener medios tecnológicos necesarios para la actividad.

En todo caso, el desempeño concreto de la actividad por teletrabajo se realizará en los términos de las normas de cada Administración pública, siendo objeto de negociación colectiva en cada ámbito.

- **Ley 5/2020, de 15 de octubre**, del Impuesto sobre las Transacciones Financieras.

El hecho imponible del impuesto está constituido por la adquisición onerosa de acciones de sociedades españolas (definidas en los términos del artículo 92 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital), con independencia de las personas o entidades que intervengan en la operación. Asimismo, se someten a gravamen los certificados de depósito representativos de las acciones anteriormente citadas.

El impuesto no se aplica a toda adquisición de acciones de sociedades españolas, sino que se limita a las acciones de aquellas sociedades que tengan acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, con independencia de que la transacción se ejecute o no en un centro de negociación, y que además tengan un valor de capitalización bursátil superior a 1.000 millones de euros.

Se declaran exentas determinadas operaciones propias del mercado primario, las necesarias para el correcto funcionamiento de los mercados, las que vengán originadas por operaciones de reestructuración empresarial o por medidas de resolución, las que se realicen entre sociedades del mismo grupo y las cesiones de carácter temporal. Esta ley entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Ley 4/2020, de 15 de octubre**, del Impuesto sobre Determinados Servicios Digitales.

Esta ley regula el Impuesto sobre Determinados Servicios Digitales como un tributo de naturaleza indirecta que grava, en la forma y condiciones previstas en dicha ley, las prestaciones de determinados servicios digitales en las que exista intervención de usuarios situados en el territorio de aplicación del impuesto.

Esta ley entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Real Decreto 926/2020, de 25 de octubre**, por el que se declara el estado de alarma para contener la propagación de infecciones causadas por el SARS-CoV-2.

Mediante este real decreto se declara el estado de alarma con efectos en todo el territorio nacional y por un periodo inicial de 15 días. Posteriormente el Gobierno solicitará al Parlamento su extensión a 6 meses.

La autoridad competente será el Gobierno de la nación y en cada comunidad autónoma y ciudad autónoma, la autoridad competente delegada será quien ostente la presidencia de la comunidad o ciudad autónoma y podrá decidir el nivel de aplicación de las medidas de este real decreto según su situación.

Las comunidades autónomas podrán decidir limitar la entrada y salida de sus territorios, para todo el perímetro de la comunidad o para un ámbito inferior. Igualmente, podrán limitar la permanencia de personas en espacios públicos o privados a un número máximo de seis personas, salvo que se trate de convivientes. Estas medidas se implantarán por un periodo mínimo de siete días naturales y tanto en el caso de las limitaciones a la entrada y salida de sus territorios como en el número máximo de personas en grupos, serán los presidentes autonómicos los que decidan si estas medidas aplican a sus territorios, en todo o en parte, siendo ellos las autoridades competentes delegadas.

- **Ley 6/2020, de 11 de noviembre**, reguladora de determinados aspectos de los servicios electrónicos de confianza.

Esta ley tiene por objeto regular determinados aspectos de los servicios electrónicos de confianza, como complemento del Reglamento (UE) n.º 910/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, relativo a la identificación electrónica y de los servicios de confianza para las transacciones electrónicas en el mercado interior y por el que se deroga la Directiva 1999/93/CE.

La aplicabilidad directa del Reglamento no priva a los Estados miembros de toda capacidad normativa sobre la materia regulada; es más, estos están obligados a adaptar los ordenamientos nacionales para garantizar que aquella cualidad se haga efectiva. Esta adaptación puede exigir tanto la modificación o derogación de normas existentes como la adopción de nuevas disposiciones llamadas a completar el Reglamento (UE) n.º 910/2014 en aquellos aspectos que este no ha armonizado y que se dejan al criterio de los Estados miembros.

Así, cubre aspectos como el régimen de previsión de riesgo de los prestadores cualificados, el régimen sancionador, la comprobación de la identidad y atributos de los solicitantes de un certificado cualificado, y la inclusión de requisitos adicionales a nivel nacional para certificados cualificados, tales como identificadores nacionales o su tiempo máximo de vigencia, así como las condiciones para la suspensión de los certificados.

Se modifica la regulación anterior al atribuir a los documentos electrónicos para cuya producción o comunicación se haya utilizado un servicio de confianza cualificado una ventaja probatoria. A este respecto, se simplifica la prueba, pues basta la mera constatación de la inclusión del citado servicio en la lista de confianza de prestadores cualificados de servicios electrónicos regulada en el artículo 22 del Reglamento (UE) n.º 910/2014.

En cuanto a los certificados electrónicos, se introducen en la ley varias disposiciones relativas a la expedición y el contenido de los certificados cualificados, cuyo tiempo máximo de vigencia se mantiene en cinco años. En este sentido,



no se permite a los prestadores de servicios el denominado «encadenamiento» en la renovación de certificados cualificados utilizando uno vigente, más de una sola vez, por razones de seguridad en el tráfico jurídico.

En respuesta a la evolución de la tecnología y las demandas del mercado, el Reglamento (UE) n.º 910/2014 abre la posibilidad de prestación de servicios innovadores basados en soluciones móviles y en la nube, como la firma y sello electrónicos remotos, en los que el entorno es gestionado por un prestador de servicios de confianza en nombre del titular. A fin de garantizar que estos servicios electrónicos obtengan el mismo reconocimiento jurídico que aquellos utilizados en un entorno completamente gestionado por el usuario, estos prestadores deben aplicar procedimientos de seguridad específicos y utilizar sistemas y productos fiables, incluidos canales de comunicación electrónica seguros, para garantizar que el entorno es confiable y se utiliza bajo el control exclusivo del titular. Se pretende alcanzar, así, un equilibrio entre la facilidad para el acceso y el uso de los servicios, sin detrimento de la seguridad.

El citado reglamento establece que únicamente las personas físicas están capacitadas para firmar electrónicamente, por lo que no prevé la emisión de certificados de firma electrónica a favor de personas jurídicas o entidades sin personalidad jurídica. A estas se reservan los sellos electrónicos, que permiten garantizar la autenticidad e integridad de documentos tales como facturas electrónicas.

Sin perjuicio de lo anterior, las personas jurídicas podrán actuar por medio de los certificados de firma de aquellas personas físicas que legalmente las representen.

Por esta ley quedan derogadas las siguientes disposiciones:

- i) La Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica.
  - ii) El artículo 25 de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico.
  - iii) La Orden del Ministerio de Fomento de 21 de febrero de 2000, por la que se aprueba el Reglamento de acreditación de prestadores de servicios de certificación y de certificación de determinados productos de firma electrónica.
- **Ley 7/2020, de 13 de noviembre**, para la transformación digital del sistema financiero.

Esta ley regula un entorno controlado de pruebas que permita llevar a la práctica proyectos tecnológicos de innovación en el sistema financiero con pleno acomodo en el marco legal y supervisor, respetando en todo caso el principio de no discriminación. El título II se configura como la parte central de la ley, ya que regula el espacio controlado de pruebas con características propias, lo que en el ámbito europeo e internacional viene llamándose *regulatory sandbox*.

Además, la ley refuerza los instrumentos necesarios para garantizar los objetivos de la política financiera en el contexto de la transformación digital.

A tal efecto, la ley dota a las autoridades competentes y a los promotores de innovaciones de base tecnológica aplicables en el sistema financiero y a los usuarios de servicios financieros que los ayuden a comprender mejor las implicaciones de la transformación digital, a fin de aumentar la eficiencia, la calidad de los servicios y, particularmente, la seguridad y protección frente a los nuevos riesgos tecnológicos financieros.

Así, se garantiza que las autoridades financieras dispongan de instrumentos adecuados para seguir cumpliendo óptimamente con sus funciones en el nuevo contexto digital. Y se facilita el proceso innovador a fin de lograr un desarrollo más equitativo mediante el mejor acceso a la financiación de los distintos sectores productivos y la captación de talento en un entorno tecnológico internacional altamente competitivo.

Se dispone como autoridad supervisora a la autoridad financiera nacional con funciones supervisoras competente por razón de la materia, ya sea el Banco de España, la CNMV o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, conforme a lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España; el artículo 17 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, y el artículo 7 de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

La ley incorpora en sus disposiciones adicionales una habilitación a la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional para la fijación del modelo de solicitud y la primera fecha de presentación de solicitudes de acceso al espacio controlado de pruebas. En el artículo 26, dedicado al informe sobre aplicación de la innovación tecnológica de base financiera a la función supervisora, se dispone que las autoridades supervisoras incluirán en su memoria anual un informe sobre la aplicación de la innovación de base tecnológica a sus funciones supervisoras. En particular, dicho informe contendrá una evaluación sobre la implantación de aquellas innovaciones que hayan sido probadas en el espacio controlado de pruebas regulado en esta ley y que resulten aplicables al mejor desempeño de la función supervisora.

- **Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre**, de medidas urgentes de apoyo a la solvencia empresarial y al sector energético, y en materia tributaria.

Desde el inicio de la crisis se han adoptado medidas enfocadas a resolver los problemas de liquidez de empresas y autónomos, a apoyar sus decisiones de inversión mediante la nueva línea de avales de inversión, y su solvencia, mediante la creación del Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas. Con este real decreto-ley se incide en la línea de apoyar la solvencia de las empresas ante la prolongación de los efectos de la crisis, mediante la adopción de medidas en el ámbito financiero y concursal.

El plazo establecido en un principio para la concesión de esos avales finalizaba el 31 de diciembre de 2020, de acuerdo con lo contemplado inicialmente en la normativa de la Unión Europea en materia de ayudas de Estado. Sin embargo, en la cuarta enmienda del Marco Temporal de Ayudas de Estado, la Unión Europea ha ampliado el plazo de disponibilidad de los avales liberados a su amparo hasta el 30 de junio de 2021. La evolución de la pandemia ha llevado al establecimiento de un nuevo estado de alarma que se extiende más allá de

2020 y a medidas restrictivas de la actividad tanto en España como en otros países europeos que amplían la situación excepcional para la toma de decisiones empresariales. En este contexto, se alinea la regulación española a este nuevo plazo.

En consecuencia, mediante este real decreto-ley, se establece la misma fecha de 30 de junio de 2021 como límite para la concesión de avales públicos para atender las necesidades de liquidez de autónomos y empresas, modificando así lo previsto en el artículo 29 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, y el artículo 1 del Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio.

El real decreto-ley, para reforzar las medidas de apoyo a la liquidez y la solvencia y ampliar su alcance, establece en su disposición final novena que podrán beneficiarse de los avales los pagarés incorporados al MARF, como ya hizo el Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, con respecto a la línea de avales recogida en el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo. De esta forma, se fomenta el mantenimiento de las fuentes de financiación proporcionadas por los mercados de capitales y no solo a través de los canales bancarios tradicionales. En este caso, al igual que en los anteriores, las condiciones de los avales se establecerán por acuerdo del Consejo de Ministros.

- **Real Decreto 1089/2020, de 9 de diciembre**, por el que se desarrollan aspectos relativos al ajuste de la asignación gratuita de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en el periodo 2021-2030.
- **Ley 9/2020, de 16 de diciembre**, por la que se modifica la Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, para intensificar las reducciones de emisiones de forma eficaz en relación con los costes.

Esta ley incorpora de forma parcial la Directiva (UE) 2018/410 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2018, por la que se modifica la Directiva 2003/87/CE para intensificar las reducciones de emisiones de forma eficaz en relación con los costes y facilitar las inversiones en tecnologías hipocarbónicas, así como la Decisión (UE) 2015/1814, que entró en vigor el 8 de abril de 2018.

En el capítulo III se regula la naturaleza jurídica de los derechos de emisión, entendiendo por tales el derecho subjetivo a liberar a la atmósfera una tonelada equivalente de dióxido de carbono desde una aeronave o desde una instalación incluida en el ámbito de aplicación de esta ley.

El derecho de emisión tendrá carácter transmisible. La expedición, titularidad, transferencia, transmisión, entrega y supresión de los derechos de emisión deberá ser objeto de inscripción en el área española del Registro de la Unión Europea.

En el artículo 10 se dispone que la normativa financiera resulta aplicable a los derechos de emisión. Se regula que los derechos de emisión y los derivados sobre estos tienen la consideración de instrumentos financieros conforme a la normativa nacional y de la Unión Europea que resulte de aplicación. La normativa establecida a nivel nacional y de la Unión Europea relativa a los mercados de instrumentos financieros y de control de dichos mercados será de aplicación

a las personas físicas o jurídicas que operen con derechos de emisión o derivados sobre estos.

Se modifica la disposición adicional séptima sobre prácticas contrarias a la libre competencia, actividades relacionadas con el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo o abuso de mercado. La Oficina Española de Cambio Climático, como autoridad competente en materia de la administración del área española del Registro de la Unión Europea, informará a las autoridades competentes en materia de investigación y lucha contra el fraude, blanqueo de capitales o financiación del terrorismo, corrupción u otros delitos graves de cualquier actuación sospechosa en relación con estas materias y cooperará con las autoridades competentes nacionales o europeas en materia de supervisión de los mercados de derechos de emisión, cuando tenga motivos razonables para sospechar que se están realizando actos constitutivos de operaciones con información privilegiada en dicho mercado, y de acuerdo a los mecanismos de coordinación establecidos por la normativa de la Unión Europea.

- **Real Decreto-ley 38/2020, de 29 de diciembre**, por el que se adoptan medidas de adaptación a la situación de Estado tercero del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte tras la finalización del periodo transitorio previsto en el Acuerdo sobre la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea y de la Comunidad Europea de la Energía Atómica, de 31 de enero de 2020.

Las medidas contempladas en este real decreto-ley se orientan a tutelar los intereses de ciudadanos y operadores económicos que pueden verse afectados por el fin del periodo transitorio al pasar el Reino Unido a ser un Estado tercero a todos los efectos. Estas se dirigen a contrarrestar, en la medida de lo posible, y dentro de aquellos ámbitos de competencia estatal que se juzgan indispensables, los efectos indeseados derivados de fin del periodo transitorio.

Se trata de medidas de carácter temporal, cuya vigencia cesará cuando transcurra el plazo que en cada caso se indica, o antes, si se adoptan, a nivel interno o internacional los instrumentos llamados a regular, con carácter permanente, las relaciones con el Reino Unido en las materias contempladas en la presente norma.

Adicionalmente, el mantenimiento en el tiempo de las situaciones jurídicas que el real decreto-ley regula se supedita al otorgamiento de un tratamiento recíproco por las autoridades del Reino Unido. Esta condición de reciprocidad habrá de verificarse necesariamente en un momento posterior a la entrada en vigor de este real decreto-ley, a través de los mecanismos singularmente habilitados al efecto.

- **Real Decreto-ley 39/2020, de 29 de diciembre**, de medidas financieras de apoyo social y económico y de cumplimiento de la ejecución de sentencias.

La situación de emergencia ocasionada por la pandemia sigue exigiendo la adopción de medidas sociales y económicas de apoyo, que se suman a las situaciones de urgencia que surgen derivadas de circunstancias jurídicas imprevistas, como el adecuado cumplimiento de sentencias judiciales que pueden tener repercusiones económicas que den lugar a cambios legislativos urgentes. Con el objetivo de atender a estas circunstancias descritas, se adopta un conjunto de medidas sociales y económicas en esta disposición.

- **Real Decreto 1178/2020, de 29 de diciembre**, por el que se modifica el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 634/2015, de 10 de julio.

Este real decreto introduce modificaciones en el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 634/2015, de 10 de julio, para adecuar el vigente texto reglamentario a la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, y precisar la regulación de la información país por país en relación con lo dispuesto en la Directiva (UE) 2016/881 del Consejo, de 25 de mayo de 2016, que modifica la Directiva 2011/16/UE en lo que respecta al intercambio automático obligatorio de información en el ámbito de la fiscalidad, incluyendo en ella las normas aplicables a la presentación de la información país por país por parte de los grupos de empresas multinacionales.

- **Ley 10/2020, de 29 de diciembre**, por la que se modifica la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, en transposición de la Directiva (UE) 2018/822 del Consejo, de 25 de mayo de 2018, que modifica la Directiva 2011/16/UE por lo que se refiere al intercambio automático y obligatorio de información en el ámbito de la fiscalidad en relación con los mecanismos transfronterizos sujetos a comunicación de información.

#### A.4 Otros

- **Resolución de 9 de enero de 2020**, de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, por la que se actualiza el Anexo 1 incluido en la Resolución de 4 de julio de 2017, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, por la que se define el principio de prudencia financiera aplicable a las operaciones de endeudamiento y derivados de las comunidades autónomas y entidades locales.
- **Circular 1/2020, de 28 de enero**, del Banco de España, por la que se modifica la Circular 1/2013, de 24 de mayo, del Banco de España, sobre la Central de Información de Riesgos.
- **Instrucción de 15 de marzo de 2020**, del Ministerio de Defensa, por la que se establecen medidas para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19 en el ámbito del Ministerio de Defensa.
- **Orden INT/226/2020, de 15 de marzo**, por la que se establecen criterios de actuación para las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad en relación con el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Orden INT/228/2020, de 15 de marzo**, por la que se establecen criterios de aplicación del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19, en el ámbito del Sistema Nacional de Protección Civil.

- **Orden TMA/230/2020, de 15 de marzo**, por la que se concreta la actuación de las autoridades autonómicas y locales respecto de la fijación de servicios de transporte público de su titularidad.
- **Orden SND/232/2020, de 15 de marzo**, por la que se adoptan medidas en materia de recursos humanos y medios para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Orden SND/233/2020, de 15 de marzo**, por la que se establecen determinadas obligaciones de información de acuerdo con lo previsto en el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Orden SND/234/2020, de 15 de marzo**, sobre adopción de disposiciones y medidas de contención y remisión de información al Ministerio de Sanidad ante la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Acuerdo de 16 de marzo de 2020**, del Pleno del Tribunal Constitucional, en relación con la suspensión de los plazos procesales y administrativos durante la vigencia del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo.
- **Instrucción de 19 de marzo de 2020**, del Ministerio de Sanidad, por la que se establecen criterios interpretativos para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.

Esta instrucción tiene por objeto establecer criterios interpretativos con relación a las actividades permitidas y que afectan al libre derecho de circulación de las personas.

- **Orden SND/261/2020, de 19 de marzo**, para la coordinación de la actividad profesional de los miembros de los cuerpos de funcionarios regulados en el libro VI de la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial durante la vigencia del estado de alarma declarado por Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo.

Se encomienda al ministro de Justicia la coordinación de la actividad profesional de los miembros de los cuerpos de funcionarios regulados en el libro VI de la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial en todo el territorio del Estado. Asimismo este Ministerio se encargará de la coordinación de los servicios públicos prestados a través de los colegios profesionales que actúan en el ámbito de la Administración de Justicia y, en particular, el turno de oficio y la asistencia jurídica gratuita.

- **Orden ETD/282/2020, de 24 de marzo**, por la que se dispone la emisión de Obligaciones del Estado a siete años mediante el procedimiento de sindicación.
- **Resolución de 25 de marzo de 2020**, de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 24 de marzo de 2020, por el que se autoriza bajo condición la adquisición de Bolsas y Mercados Españoles, S. A., por SIX Group AG.
- **Resolución de 27 de abril de 2020**, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, sobre la continuación del procedimiento aplicable en la presentación de

reclamaciones y quejas, cuya tramitación y resolución sea competencia del Banco de España, regulado en el artículo 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero y en la Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre.

- **Circular 2/2020, de 11 de junio**, del Banco de España, por la que se modifica la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

El objetivo principal de la circular es adaptar la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, a los cambios del ordenamiento internacional sobre requerimientos de información a las entidades de crédito.

- **Circular 3/2020, de 11 de junio**, del Banco de España, por la que se modifica la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

Mediante la modificación que introduce esta circular, las operaciones crediticias reestructuradas, refinanciadas o de refinanciación no tendrán que clasificarse forzosamente como riesgo normal en vigilancia especial cuando no corresponda su clasificación como riesgo dudoso.

- **Orden ETD/554/2020, de 15 de junio**, por la que se aprueban los modelos de información estadística, contable y a efectos de supervisión de los fondos de pensiones y sus entidades gestoras.

Esta orden tiene por objeto la aprobación de los modelos de información estadística, contable y a efectos de supervisión que las entidades gestoras han de remitir a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Esta orden supone una mejora de la estructura de los modelos nacionales de información periódica que han de suministrar las entidades gestoras de fondos de pensiones a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, adaptándolos a las nuevas obligaciones de información establecidas en la normativa de la Unión Europea que se ha de suministrar a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y al Banco Central Europeo.

Se deroga la Orden EHA/251/2009, de 6 de febrero, por la que se aprueba el sistema de documentación estadístico contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones.

- **Circular 5/2020, de 25 de noviembre**, del Banco de España, a entidades de pago y a entidades de dinero electrónico, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, y que modifica la Circular 6/2001, de 29 de octubre, sobre titulares de establecimientos de cambio de moneda, y la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

Esta circular establece el régimen contable de las entidades de pago y las entidades de dinero electrónico, y fija los documentos contables que dichas

entidades y sus grupos tienen que elaborar, incluyendo los modelos de estados financieros públicos y reservados.

También determina las normas de reconocimiento, valoración, presentación e información que se deben incluir en la memoria y el desglose de la información en los modelos de estados que se debe aplicar en su elaboración.

La circular toma como referencia la normativa contable de las entidades de crédito, bien fijando unos criterios análogos a los de esta, bien remitiendo directamente a las normas de la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

## B Legislación europea

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1273 de la Comisión, de 4 de junio de 2020**, que modifica y corrige el Reglamento Delegado (UE) 2019/980 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.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 300 de 14/09/2020.

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1302 de la Comisión, de 14 de julio de 2020**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las tasas que deben pagar las entidades de contrapartida central establecidas en terceros países a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 305 de 21/09/2020.

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1303 de la Comisión, de 14 de julio de 2020**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con los criterios que la AEVM debe tener en cuenta para determinar si una entidad de contrapartida central establecida en un tercer país tiene o puede adquirir importancia sistémica para la estabilidad financiera de la Unión o de uno o varios de sus Estados miembros.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 305 de 21/09/2020.

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1304 de la Comisión, de 14 de julio de 2020**, que completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a los elementos mínimos que debe valorar la AEVM al evaluar las solicitudes de equiparabilidad del cumplimiento de las ECC de terceros países, así como las modalidades y condiciones de dicha evaluación.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 305 de 21/09/2020.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2020/1406 de la Comisión, de 2 de octubre de 2020**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los procedimientos y formularios para el intercambio de información y la



cooperación entre las autoridades competentes, la AEVM, la Comisión y otras entidades en virtud del artículo 24, apartado 2, y del artículo 25 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 325 de 07/10/2020.

- **Directiva (UE) 2020/1504 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020**, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 347 de 20/10/2020.

- **Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020**, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 347 de 20/10/2020.

- **Comunicación interpretativa de la Comisión** sobre la elaboración, auditoría y publicación de los estados financieros incluidos en los informes financieros anuales redactados de conformidad con el Reglamento Delegado (UE) 2019/815 de la Comisión sobre el formato electrónico único europeo (FEUE).

Publicado en el *DOUE* (C) n.º 379 de 10/11/2020.

- **Decisión (UE) 2020/1689 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de 16 de septiembre de 2020**, por la que se renueva la exigencia a las personas físicas o jurídicas que mantengan posiciones cortas netas de reducir los umbrales de notificación de posiciones cortas netas en relación con el capital en acciones emitido de sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado regulado por encima de un determinado umbral, que notifiquen a las autoridades competentes de conformidad con el artículo 28, apartado 1, letra a), del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 379 de 13/11/2020.

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1732 de la Comisión, de 18 de septiembre de 2020**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las tasas que deben abonar los registros de titulaciones a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 390 de 20/11/2020.

- **Decisión de Ejecución (UE) 2020/1766 de la Comisión, de 25 de noviembre de 2020**, por la que se declara, para un periodo de tiempo limitado, la equivalencia del marco normativo aplicable a los depositarios centrales de valores del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 397 de 26/11/2020.

## B.1 Directrices, decisiones y recomendaciones de ESMA/EBA

- **Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de marzo de 2020,** por la que se modifica la Decisión JERS/2011/1 por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS/2020/3).
- Directrices sobre los **procedimientos normalizados y los protocolos de mensajería normalizados previstos en el artículo 6, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 909/2014.** (06.04.2020). 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).
- **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 6 de mayo de 2020,** sobre los riesgos de liquidez de los fondos de inversión (JERS/2020/4).
- **Directrices de ESMA sobre las pruebas de resistencia de liquidez en los OICVM y los FIA, de 16 de julio de 2020.**

# Anexos sobre la organización de la CNMV

Anexos  
Anexos sobre la  
organización de la CNMV

---

## Composición del Consejo de la CNMV a 31 de mayo de 2021

---

<b>Presidente</b>	D. Rodrigo Buenaventura Canino
<b>Vicepresidenta</b>	Dña. Montserrat Martínez Parera
<b>Consejeros</b>	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	Dña. María Dolores Beato Blanco
	Dña. Helena Viñes Fiestas
	D. Carlos San Basilio Pardo (secretario general del Tesoro y Financiación Internacional)
	Dña. Margarita Delgado Tejero (subgobernadora del Banco de España)
<b>Secretario</b>	D. Miguel Martínez Gimeno

---

---

## Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 31 de mayo de 2021<sup>1</sup>

---

<b>Presidente</b>	D. Rodrigo Buenaventura Canino
<b>Vicepresidenta</b>	Dña. Montserrat Martínez Parera
<b>Consejeros</b>	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	Dña. María Dolores Beato Blanco
	Dña. Helena Viñes Fiestas
<b>Secretario</b>	D. Miguel Martínez Gimeno

---

## Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 31 de mayo de 2021<sup>2</sup>

**Presidenta** Dña. Montserrat Martínez Parera

**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** D. Víctor Cremades Erades

#### 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**

<b>Titular</b>	D. Valentín Pich Rosell
<b>Suplente</b>	D. Ferrán Rodríguez Arias
<b>Titular</b>	D. Luis Alfredo Jiménez Fernández
<b>Suplente</b>	D. Javier Méndez Llera
<b>Titular</b>	D. Fernando Vives Ruiz
<b>Suplente</b>	D. Javier García de Enterría y Lorenzo-Velázquez

**Representantes del Fondo de Garantía de Inversiones**

<b>Titular</b>	D. Ignacio Santillán Fraile
<b>Suplente</b>	D. José Ignacio García-Junceda Fernández

**Representantes de las comunidades autónomas con mercado secundario oficial**

*País Vasco*

<b>Titular</b>	D. Hernando Lacalle Edeso
<b>Suplente</b>	Dña. Arantza Larrauri Aranguren

*Cataluña*

<b>Titular</b>	D. Josep María Sánchez i Pascual
<b>Suplente</b>	Dña. Alba Currià Reynal

*Comunidad Valenciana*

<b>Titular</b>	D. Juan Salvador Pérez Ballester
<b>Suplente</b>	D. Nicolás Jannone Bellot

