

### 5.1 Contratación y poscontratación

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

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

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

El 3 de enero de 2018 entró en aplicación el nuevo marco normativo compuesto por la Directiva MiFID II<sup>1</sup> y el Reglamento MiFIR<sup>2</sup>. Desde el punto de vista de los centros de negociación y de los instrumentos financieros, se han producido importantes novedades:

### Negociación de instrumentos de renta variable

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

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

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

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

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

### Negociación de instrumentos de renta fija y derivados

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

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

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

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

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

#### **Actividades de los proveedores de suministro de datos**

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

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

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

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

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

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

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

### **Información sobre instrumentos de referencia y sobre cálculos de transparencia**

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

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

- 1 Directiva 214/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
- 2 Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (EMIR).

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

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

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

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

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

#### Número de operaciones y volumen

CUADRO 5.1.1

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

Fuente: CNMV.

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

## Resumen de la actividad supervisora de los mercados

CUADRO 5.1.2

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

Fuente: CNMV.

La obligación que impone el artículo 16 del Reglamento sobre abuso de mercado a las ESI y a los mercados de reportar a su autoridad competente órdenes u operaciones que pudieran infringir el régimen de abuso de mercado constituye otro instrumento básico de supervisión para la CNMV. El número de operaciones sospechosas reportadas (STOR, Suspicious Transaction and Order Report) ascendió a 232 (un número similar a las recibidas en 2017). Como en años anteriores, la mayoría de las STOR estaban referidas al potencial uso o intento de uso de información privilegiada (66%) y el resto, a posibles manipulaciones de mercado<sup>1</sup>. La mayor parte (69%) de las STOR recibidas corresponden a acciones del mercado continuo y, en segundo lugar, a instrumentos derivados (aunque han disminuido de un 15% a un 10%); por el contrario, las comunicaciones relativas a operaciones de renta fija se han incrementado hasta el 7%.

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

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

## Renta variable

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

## Hechos relevantes recibidos en la CNMV

CUADRO 5.1.3

Tipo	2017	2018	% var. 18/17
<b>Instrumentos financieros</b>	<b>5.087</b>	<b>4.759</b>	<b>-6,4</b>
Aumentos y reducciones del capital social	189	183	-3,2
Ofertas públicas de suscripción y venta	46	41	-10,9
Información sobre dividendos	211	210	-0,5
Colocación de grandes paquetes accionariales	57	29	-49,1
Suspensiones y levantamientos de negociación	33	28	-15,2
Calificaciones crediticias	117	115	-1,7
Fondos de titulización	3.275	3.117	-4,8
Otros sobre instrumentos financieros	1.159	1.036	-10,6
<b>Negocio y situación financiera</b>	<b>2.201</b>	<b>2.084</b>	<b>-5,3</b>
Información sobre resultados	1.550	1.530	-1,3
Situaciones concursales	11	3	-72,7
Otros sobre negocio y situación financiera	640	551	-13,9
<b>Operaciones corporativas</b>	<b>425</b>	<b>559</b>	<b>31,5</b>
Transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones	36	64	77,8
Acuerdos estratégicos con terceros	18	45	150,0
Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias	108	161	49,1
Otros sobre operaciones corporativas	263	289	9,9
<b>Gobierno corporativo y convocatorias oficiales</b>	<b>1.281</b>	<b>1.289</b>	<b>0,6</b>
Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales	476	494	3,8
Composición del consejo de administración	318	312	-1,9
Informe anual de gobierno corporativo	171	166	-2,9
Otros sobre gobierno corporativo	316	317	0,3
<b>Total</b>	<b>8.996</b>	<b>8.691</b>	<b>-3,4</b>

Fuente: CNMV.

La **suspensión temporal de la negociación** es una medida excepcional que puede adoptar la CNMV en casos de graves asimetrías o insuficiencias de información que no permiten la correcta formación de precios. En 2018 se observa una ligera disminución tanto del número de emisores afectados como de las suspensiones de negociación.

## Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 5.1.4

	2017	2018
Número de emisores suspendidos	15	13
Número de suspensiones	18	16
Por necesidad de difundir información relevante	12	11
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	5	4
Otras	1	1

Fuente: CNMV.

La **prospección del mercado** con anterioridad a la venta de un paquete significativo de acciones es una actuación que supone normalmente el acceso a información privilegiada por parte de un número significativo de entidades. Por ello la CNMV vigila que esta práctica cumpla con las condiciones establecidas por el Reglamento sobre abuso de mercado. Durante 2018 se llevaron a cabo un total de 11 colocaciones aceleradas de grandes paquetes accionariales que afectaron a 9 sociedades emisoras (1 de ellas fue objeto de 3 colocaciones a lo largo del año). El número de colocaciones realizadas en los años 2016 y 2017 fue, respectivamente, de 12 y 18.

A través de las colocaciones aceleradas puede tener lugar: i) la venta de acciones de una sociedad emisora por cuenta de la propia sociedad, tratándose en consecuencia de una venta de autocartera; ii) la venta de acciones de una sociedad emisora por cuenta de un accionista significativo; o iii) la colocación de acciones de nueva emisión de la sociedad emisora mediante una ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente. En relación con estas últimas, la finalidad de alguna de las colocaciones ejecutadas a lo largo de este año ha sido, por una parte, la búsqueda de financiación y, por otra, el interés en encontrar accionistas que fueran inversores institucionales con una vocación de permanencia en el capital de la sociedad por su perfil inversor.

En ocho de esas operaciones se colocaron acciones emitidas de las que era titular algún accionista significativo de la sociedad emisora, mientras que en las tres restantes las acciones procedieron de ampliaciones de capital o de acciones mantenidas en autocartera por el emisor. Los porcentajes de colocación oscilaron entre el 2,4% y el 15,2%. Una de las colocaciones se realizó sin descuento respecto al precio de cierre de la sesión, mientras que en el resto los descuentos se situaron entre el 12,6% y el 1% aproximadamente. Todas las colocaciones aceleradas, a excepción de una en la que la cotización del valor había sido previamente suspendida, comenzaron tras el cierre de mercado y finalizaron con anterioridad al inicio de la sesión bursátil siguiente.

Además de estas colocaciones aceleradas de acciones, en 2018 hubo una colocación acelerada de derechos de suscripción realizada por un accionista de la sociedad emisora.

En este tipo de operaciones es habitual que la sociedad emisora o el accionista significativo dé un mandato a una o varias entidades financieras para que lleven a cabo una prospección de mercado con la finalidad de determinar el apetito inversor en relación con los valores que se ofrecen. Además, es habitual que en el marco de las prospecciones de mercado se transmita información privilegiada.

En este sentido, el Reglamento sobre abuso de mercado y su normativa de desarrollo definen lo que se entiende por prospección de mercado y señalan las obligaciones que



deben cumplirse para que la comunicación de información privilegiada que se realiza en el marco de una prospección de mercado se considere efectuada en el normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones y, por tanto, no se trate de una comunicación ilícita de información privilegiada. Dichas obligaciones afectan a los requisitos que tanto el participante del mercado que comunica información en el marco de una prospección de mercado como el que la recibe deben cumplir, y estos se refieren a aspectos como la valoración sobre el carácter privilegiado de la información transmitida o la necesidad de elaborar y conservar registros de la información que se transmite y de mantener registros de los potenciales inversores con los que se contacta.

Debido a la importancia que para la integridad de nuestros mercados tiene la observancia de la normativa en este aspecto, la CNMV ha seguido llevando a cabo una supervisión activa de las colocaciones aceleradas ejecutadas a lo largo del año. Por una parte, a través de la monitorización de la cotización de los valores afectados por dichas colocaciones y la supervisión de los hechos relevantes publicados al respecto. Por otra parte, a través de la intervención, mediante la remisión de requerimientos de información, a las entidades encargadas de realizar la prospección de mercado y a las entidades que recibieron la información en dicha prospección, con la finalidad de determinar si su actuación se ha ajustado a lo establecido en la normativa sobre abuso de mercado en relación con las prospecciones de mercado y si ha podido haber un uso ilícito de información privilegiada. Como resultado de estas actuaciones, la CNMV ha remitido diversas cartas de advertencia a varias entidades.

Otro aspecto importante en la labor de supervisión de la CNMV es la relativa a la operativa de autocartera de las sociedades emisoras y, en particular, a la **gestión discrecional de la autocartera**. Tal y como se ha venido reiterando por parte de la CNMV, son dos los posibles riesgos asociados a la operativa discrecional de autocartera. El primero de ellos se refiere a la generación de señales falsas o engañosas sobre el volumen, lo que podría inducir a error al inversor respecto al grado de liquidez del valor. El segundo de los riesgos hace referencia a la posible generación de señales engañosas en cuanto al precio, que pueden afectar a su formación en la medida en que se haga con volúmenes elevados o a precios alejados de la horquilla vigente en el mercado.

Es importante, habida cuenta de estos riesgos, que las sociedades que la realicen extremen la prudencia en la gestión discrecional de autocartera y, en particular, que consideren circunscribir su operativa de autocartera a los programas de recompra del Reglamento sobre abuso de mercado y a los contratos de liquidez contemplados en la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Tanto los programas de recompra conformes al Reglamento sobre abuso de mercado como la provisión de liquidez —como práctica aceptada de mercado según dicho reglamento y circular de la CNMV— constituyen un puerto seguro a las operaciones con acciones propias en materia de abuso de mercado.

Los **programas de recompra** están regulados en el Reglamento sobre abuso de mercado y en el Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 de la Comisión, de 8 de marzo de 2016, y deben contar con alguno de los siguientes objetivos: i) reducción de capital, ii) cumplimiento de las obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertibles en acciones o iii) cumplimiento de las obligaciones derivadas de los programas de opciones de acciones u otras asignaciones de acciones para los empleados o los miembros del órgano de administración del emisor o de una empresa asociada.

Además, los programas de recompra deben cumplir con una serie de condiciones en materia de transparencia y de operativa. Con la finalidad de verificar el cumplimiento de estas condiciones, la supervisión de la CNMV durante 2018 se centró fundamentalmente en los siguientes aspectos: i) supervisión del hecho relevante publicado por el emisor antes del inicio del programa de recompra; ii) supervisión del hecho relevante publicado por el emisor con los detalles de las operaciones realizadas en el marco del programa de recompra; iii) supervisión del cumplimiento de las condiciones para operar en términos de volumen, con el fin de verificar que el emisor no compró más del 25% del volumen medio diario de las acciones; iv) supervisión de la operativa en las subastas; y v) supervisión del cumplimiento de las restricciones a la operativa desarrollada en el marco del programa de recompra.

Durante este año estuvieron en vigor y operativos 20 programas de recompra correspondientes a 18 emisores (uno de ellos tuvo 3 programas de recompra), de los que 14 tuvieron como objeto comprar acciones propias para su posterior amortización y los 6 restantes atender programas de opciones sobre acciones.

Por su parte, los **contratos de liquidez suscritos por las sociedades emisoras** con un intermediario financiero se regulan en la Circular 1/2017, que entró en vigor en julio de 2017. Desde dicha fecha, la CNMV ha venido realizando un importante esfuerzo supervisor de los contratos de liquidez sujetos a la citada circular. La labor supervisora se inició con los trabajos de transición de la antigua a la nueva circular, que incluyó, entre otros: la adaptación de los contratos, el análisis de la operativa derivada de la rescisión de los antiguos contratos, la atención a multitud de consultas y la supervisión de los hechos relevantes de cancelación y notificación de los nuevos contratos. Esta supervisión se ha mantenido de manera muy intensa desde entonces.

Además de la supervisión realizada en el día a día —que comprende la relativa a los hechos relevantes, la atención de consultas, el análisis de los contratos de liquidez y la remisión de requerimientos de información— la CNMV lleva a cabo trimestralmente un análisis periódico y exhaustivo para determinar el comportamiento de los contratos de liquidez y el cumplimiento de las condiciones fijadas en la Circular 1/2017.

Como resultado de dicha supervisión, se puede afirmar que la Circular 1/2017 y los contratos de liquidez juegan un papel importante en la labor de provisión de liquidez de las sociedades emisoras con valores de renta variable cotizados en nuestros mercados, tanto por el número de emisores que los tienen suscritos como por el volumen negociado a su amparo.

Al cierre del ejercicio, 35 emisores mantenían contratos de liquidez operativos.

El Reglamento sobre abuso de mercado y el Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 también regulan como puerto seguro las **operaciones de estabilización** cuyo objeto es el de sostener el precio de una oferta inicial o secundaria de los valores durante un tiempo limitado, si los valores están sometidos a una presión de venta, aliviando de este modo la presión ejercida por los inversores a corto plazo y manteniendo un mercado ordenado, lo que contribuye a aumentar la confianza de los inversores y emisores en los mercados financieros.

Para que las operaciones de estabilización puedan beneficiarse del puerto seguro deben cumplir una serie de condiciones en materia de transparencia y de operativa.

En este sentido, la supervisión de las operaciones de estabilización realizadas en el marco de ofertas públicas de venta y suscripción se centra en verificar el cumplimiento de dichas condiciones, con especial atención a los siguientes aspectos: i) el precio al que se ejecutaron las operaciones de estabilización, que nunca deberá situarse por encima del precio de la oferta; ii) el volumen de las acciones objeto de la estabilización; y iii) los hechos relevantes publicados en el marco de la estabilización, tanto los relativos a la operativa desarrollada como al inicio y fin de la estabilización.

Una situación especial que la CNMV analizó y sobre la que tuvo que formar criterio en 2018 fue la que afectó a tres valores: Abengoa B, Vértice 360 y Urbas, que cotizaban persistentemente a un céntimo de euro como consecuencia de las normas de contratación vigentes en las bolsas españolas, que incluían una regla de precio mínimo de un céntimo de euro. Ello, de un lado, restringía indebidamente la liquidez de los valores citados y, de otro, generaba señales artificiales sobre su precio. Desde la CNMV se apoyó la iniciativa de BME de rebajar el precio mínimo de contratación a una diezmilésima de euro y se difundió un criterio contrario a las iniciativas de desdoblamiento de acciones (*split*), dirigidas a privar de efecto la modificación promovida por BME que anunciaron algunas de las sociedades afectadas, y que no prosperaron. La modificación introducida por BME resolvió el problema.

La supervisión de la CNMV respecto de los **cambios en la composición del índice Ibex 35** se centra en analizar si estos se han producido de una forma adecuada con relación a las normas técnicas que regulan el índice y si ha podido existir alguna distorsión de la negociación en el mercado tendente a intentar que algún valor permanezca, entre o salga del índice. En la primera revisión ordinaria de junio, el comité asesor técnico del Ibex 35 acordó incorporar las acciones de CIE Automotive al índice selectivo y, previamente, había decidido excluir las acciones de Abertis, como consecuencia de la opa formulada por Hotchief AG (momento a partir del cual el índice estuvo compuesto temporalmente por 34 valores). En la segunda revisión ordinaria de diciembre, este comité acordó incluir en el índice a Ence en sustitución de DIA.

Por otra parte, a lo largo de 2018 se han llevado a cabo diversas intervenciones de supervisión sobre las **operaciones realizadas por personas con responsabilidades de dirección**. En particular, se han enviado requerimientos de información para determinar el cumplimiento, por parte de las sociedades emisoras y las personas con responsabilidades de dirección, del artículo 19 del Reglamento sobre abuso de mercado. Por lo que se refiere a las sociedades emisoras, la supervisión consistió en determinar si cumplieron con la obligación de notificar por escrito a las personas con responsabilidades de dirección sus obligaciones, en virtud de lo dispuesto en el referido artículo, y de elaborar una lista de todas las personas con responsabilidades de dirección y de personas estrechamente vinculadas con ellas. En lo referente a las primeras, la supervisión pretendió determinar si cumplieron con la prohibición de realizar operaciones por su cuenta o por cuenta de un tercero, directa o indirectamente, en relación con acciones o instrumentos de deuda del emisor, o con instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados, durante un periodo limitado de 30 días naturales anteriores a la publicación del informe financiero intermedio o anual. Como resultado de esta supervisión, la CNMV remitió cartas de advertencia a determinadas sociedades emisoras y personas con responsabilidades de dirección.

Una parte destacable de las labores de supervisión de la CNMV ha venido motivada por la supervisión de las obligaciones impuestas por el Reglamento (UE) n.º 236/2012

del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las **ventas en corto** y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago. Estas obligaciones se dan fundamentalmente en los siguientes ámbitos:

- Régimen de transparencia.

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

Durante 2018 se recibieron 5.848 comunicaciones de posiciones cortas netas en acciones (25% más que en 2017), además de notificaciones de 172 inversores —en su gran mayoría fondos norteamericanos y británicos, al igual que en años anteriores—. Al cierre del ejercicio existían posiciones cortas netas sobre 67 emisores y 90 emisores se vieron afectados por estas en algún momento del año (86 en 2017). La media ponderada por capitalización de mercado de todas las posiciones cortas netas agregadas se situaba a finales de 2018 en el 0,86% del capital (0,70% en 2017).

La CNMV realiza diferentes actuaciones con el objeto de verificar la observancia del reglamento. En este sentido, lleva a cabo un análisis de las notificaciones de posiciones cortas netas recibidas, así como una supervisión periódica de aquellas cuya antigüedad es superior a seis meses, con el fin de determinar si se mantienen vigentes o no. Esto permite detectar posibles incumplimientos del reglamento por parte de aquellos titulares que no han procedido a actualizar sus posiciones cortas netas mediante la oportuna notificación, lo que se ha traducido en la remisión de diversos requerimientos de información. Además, este análisis hace posible que se mantenga un registro actualizado de las posiciones de este tipo existentes sobre los emisores cotizados en los mercados españoles.

- Creación e incremento de las posiciones cortas netas y cumplimiento de las condiciones para realizar ventas en corto.

La CNMV remitió diversos requerimientos de información para determinar cómo se habían generado las posiciones cortas netas comunicadas y, en su caso, verificar el cumplimiento de las condiciones para realizar ventas en corto. Estos requerimientos se enviaron a distintas entidades extranjeras que operan en los mercados de valores españoles.

Este ejercicio de supervisión, que se realiza con carácter continuo, permite a la CNMV conocer cuáles son los mecanismos e instrumentos financieros a través de los que habitualmente los inversores toman una posición corta neta sobre un valor y la tipología de los acuerdos alcanzados en las ventas en corto para dar cumplimiento al reglamento.

El 1 de enero de 2019 la CNMV dejó de publicar la información agregada de las posiciones cortas sobre cada sociedad cotizada resultante de toda la información derivada de las comunicaciones que recibe. La razón esencial de esta decisión, que se adoptó tras el correspondiente proceso de análisis y consultas, fue aplicar en este ámbito el mismo criterio que los restantes países europeos. Ninguno de ellos difunde posiciones cortas agregadas, por lo que su publicación periódica era una particularidad del mercado español.

El Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, establece la obligación de notificar al supervisor las posiciones cortas netas cuyo porcentaje alcance o supere el 0,20% del capital de un emisor, pero solo prevé que se hagan públicas aquellas que alcancen o superen el 0,50%. Durante los últimos años, de modo voluntario, la CNMV venía publicando cada 15 días las posiciones cortas netas agregadas en relación con cada sociedad cotizada, resultado de sumar las que superan el 0,20% más las públicas superiores al 0,50%.

Para tomar la decisión de dejar de publicar periódicamente las posiciones cortas netas agregadas la CNMV tuvo en cuenta las siguientes consideraciones:

- La publicación quincenal agregada determinaba una asimetría de información con respecto a lo que resulta de la práctica de las restantes autoridades competentes europeas, que no publican ningún tipo de información agregada. Ello podía dar una apariencia de que las posiciones cortas netas en valores cotizados españoles son superiores a sus comparables europeos.

Esta circunstancia es especialmente marcada en relación con valores de pequeña y mediana capitalización, en los que la toma de posiciones cortas netas sujetas a notificación implica importes absolutos muy inferiores a los requeridos en el caso de valores de elevada capitalización.

- No existe perspectiva alguna de que se prevea ningún tipo de publicación de posiciones cortas netas agregadas a nivel europeo. En diciembre de 2017 ESMA publicó un asesoramiento técnico dirigido a la Comisión Europea, en el que se evaluaron determinados elementos de la normativa de ventas en corto y que no incluyó ninguna referencia a tal posibilidad.

Conviene recordar que la operativa en corto es una materia regulada exclusivamente a nivel europeo en el reglamento anteriormente citado y en sus reglamentos delegados.

Durante 2018 tres miembros de las bolsas de valores españolas notificaron a la CNMV su intención de hacer uso de la exención para las actividades de creación de mercado. Conforme a lo establecido en el Reglamento sobre ventas en corto, estas entidades no están sujetas a las obligaciones fijadas en materia de notificación y transparencia de posiciones cortas netas, ni a las restricciones sobre las ventas en corto descubiertas en relación con aquella operativa que desarrollen en su actividad de creación de mercado. Se analizaron las notificaciones recibidas y se comprobó si se ajustaban al citado reglamento y a las directrices de ESMA respecto a la exención para las actividades de creación de mercado. También se notificó a ESMA que las entidades solicitantes iban a hacer uso de la exención como creadores de mercado.

### Renta fija

En 2018, las labores de supervisión de la CNMV de los mercados de renta fija se han visto ampliadas con la incorporación de dos nuevos centros de negociación españoles: CAPI OTF y CIMD OTF, autorizados en 2017.

Por lo que se refiere al mercado regulado de renta fija AIAF, cabe destacar como novedad la admisión a negociación, desde mayo de 2018, de emisiones de deuda soberana de Austria, Bélgica, Alemania, Francia, Irlanda, Italia, Holanda y Portugal, así como emisiones del Mecanismo Europeo de Estabilización (MEDE). La negociación de estas emisiones ha representado el 14% del nominal de la deuda soberana total negociada en AIAF. Respecto a la deuda corporativa, la negociación en 2018 de emisiones que generalmente se consideran destinadas a minoristas, al presentar un volumen nominal unitario por debajo de 100.000 euros, ha ascendido a un importe nominal de 422 millones de euros, lo que ha supuesto un 97% sobre el total de este tipo de deuda. Atendiendo al tamaño de las operaciones, en términos globales (deuda pública y corporativa), las de un nominal igual o superior a 100.000 euros suponen un 99,6% del total, correspondiente a un volumen nominal de 93.864 millones.

En 2018 la CNMV ha aprobado las modificaciones de los reglamentos del Mercado de Renta Fija (AIAF) y de los dos SMN —Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF)—, con el fin de culminar su adaptación a la normativa MiFID II/MiFIR. Entre las modificaciones introducidas se encuentra la nueva denominación de su sociedad rectora: Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija, SAU.

En relación con los requisitos de transparencia de los centros de negociación, MiFID II/MiFIR reconoce la posibilidad de que los organismos rectores soliciten a la autoridad competente la aplicación de exenciones (*waivers*) a la obligación general de transparencia prenegociación en caso de que concurran determinadas circunstancias previstas por la normativa. La CNMV ha recibido un total de 46 solicitudes de exención, de las cuales 36 son exclusivas para instrumentos de renta fija y 11 para los de renta fija y derivados. ESMA emitió dictamen favorable sobre las citadas 46 solicitudes de exención que habían sido aprobadas previamente por la CNMV.

Como consecuencia de estos requisitos, ESMA evalúa periódicamente los criterios de liquidez para los bonos. El resultado del último trimestre de 2018, para los emitidos en España, fue de un 98% de bonos ilíquidos —1.373 emisiones— y tan solo un 2% de líquidos —25 emisiones—. Por lo que se refiere a las emisiones de titulación, tras los cálculos realizados, ESMA ha calificado como ilíquidos todos los activos de este tipo.

La supervisión de los mercados de instrumentos derivados se ha desarrollado sobre tres líneas de actividades: i) análisis y seguimiento de la operativa diaria, ii) supervisión del cumplimiento y la adaptación a la nueva normativa de los mercados, y iii) prevención y detección de situaciones de abuso de mercado.

A estas tres áreas se ha sumado desde enero de 2018 la supervisión de la remisión de información a ESMA como parte del proyecto FIRDS, citado anteriormente, tanto para los datos de referencia de instrumentos (FIRDS) como para los datos necesarios en el desarrollo de los cálculos de transparencia (FITRS).

### Mercados regulados

Respecto a la primera línea de actividad —análisis y seguimiento de la operativa diaria—, la supervisión realizada de los instrumentos derivados negociados en MEFF Exchange se ha efectuado con un seguimiento tanto de los volúmenes negociados como de los precios, las volatilidades, las operaciones, las estrategias negociadas y las posiciones abiertas, así como respecto a su variación. En este sentido cabe destacar que, durante las semanas de vencimiento de los contratos, se realizó un análisis específico del *roll-over* de las posiciones y de las cuentas con mayor concentración de posición en el vencimiento más cercano. Asimismo, se hizo un seguimiento del comportamiento del Ibex 35 durante el periodo de cálculo del precio de liquidación a vencimiento del contrato de futuro.

Respecto del cumplimiento de la nueva normativa, se extendió la supervisión sobre el régimen de transparencia tanto a MEFF como a MEFF Power, en contacto estrecho con los mercados para lograr el grado de cumplimiento establecido.

En relación con la detección de situaciones de abuso de mercado, se analizaron con mayor detalle las operaciones realizadas en fechas cercanas a la difusión de información relevante por parte de los emisores de valores con derivados negociados en MEFF, así como en días próximos a las suspensiones de negociación.

Respecto a la actividad de *warrants* negociados en las bolsas de valores, se efectuó un seguimiento de la operativa diaria e intradía y se verificó el cumplimiento de las obligaciones de los especialistas. Además, se realizó el control de las comunicaciones de información relevante de los emisores de este tipo de instrumentos y de las liquidaciones correspondientes a los distintos vencimientos.

Finalmente, se revisaron situaciones de potencial abuso de mercado vinculadas con la negociación tanto de contado como en otros mercados de derivados. La detección de estas operaciones se realizó mediante los análisis directos de la operativa, así como a través de comunicaciones de operaciones sospechosas.

### Sistemas organizados de contratación (OTF)

Las tareas de supervisión han tenido en cuenta el inicio de actividades de los dos sistemas organizados de contratación (OTF) que están operativos desde el pasado 3 de enero de 2018: CAPI OTF (gestionado por CM Capital Markets Brokerage, S.A.,



AV) y CIMD OTF (gestionado por CIMD SV, S.A., del Grupo CIMD Corretaje e Información Monetaria y de Divisas, S.A.).

En CAPI OTF se negocian principalmente instrumentos derivados de tipos de interés y sobre divisas, mientras que en CIMD OTF existen dos segmentos diferenciados: uno sobre derivados de energía eléctrica y otro sobre futuros de divisa y *swaps* de interés.

### Compensación, liquidación y registro

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal (Iberclear) está sujeta al régimen de supervisión de la CNMV, que es la autoridad competente responsable de la autorización, supervisión y sanción de los depositarios centrales de valores (DCV)<sup>2</sup>. Una parte relevante de la actividad de supervisión durante el año se refirió al seguimiento de los niveles de eficiencia tras la migración a la plataforma T2S, a la que Iberclear se incorporó en septiembre. Durante 2018 la actividad de supervisión también se ha centrado en la revisión de los requisitos que impone el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012 (CSDR) para que Iberclear pueda ser autorizado de conformidad con este reglamento.

Respecto de BME Clearing, una parte muy relevante de los trabajos de supervisión en 2018 se dedicó a verificar el cumplimiento por parte de la entidad de contrapartida central (ECC) de los requisitos del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR). En este sentido, se realizaron una serie de trabajos en los que se evaluó el modo en el que la ECC satisface los requisitos prudenciales, operativos, de gobierno corporativo y de calidad del servicio. Para todos los segmentos, se analizó la evolución de la posición abierta y de las garantías solicitadas para verificar que se cubría adecuadamente el riesgo registrado. Con motivo del inicio de la compensación de derivados sobre gas natural, en el primer semestre de 2018 se hizo un especial seguimiento para el segmento de la energía, en general, y de estos contratos, en particular.

Por último, la CNMV está desarrollando un sistema de alertas basado en la información mensual (contribución de garantías por parte de los miembros compensadores, colateral aportado y análisis de la metodología de riesgo de la ECC) que BME Clearing debe reportar al colegio de supervisores de acuerdo con las nuevas plantillas de ESMA, implementadas desde agosto de 2018.

Adicionalmente, durante este periodo se llevaron a cabo acciones de supervisión específicas relacionadas con: i) la gestión del riesgo de liquidez (de acuerdo con el artículo 44 del EMIR, las ECC deben tener en todo momento acceso a una liquidez adecuada para prestar sus servicios y realizar sus actividades); ii) elaboración de un plan

---

2 De conformidad con el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012 (CSDR).



de recuperación (en línea con el definido y desarrollado en los principios de infraestructuras financieras de mercado de CPMI-IOSCO y en previsión de la futura regulación europea de resolución de las ECC); y iii) participación de la CNMV en las pruebas de estrés europeas diseñadas por ESMA que se desarrollarán durante 2019-2020.

Por otra parte, durante el año 2018 la CNMV ha proseguido con sus trabajos de **supervisión del cumplimiento por parte de las entidades españolas de las obligaciones derivadas de EMIR**. Se realizó un seguimiento del grado de exactitud con el que las entidades efectuaban sus reportes a los registros de operaciones. Además, la CNMV participó junto con otras autoridades nacionales en los ejercicios de análisis coordinados por ESMA para evaluar la calidad de la información reportada a escala europea. También, tras la aplicación en noviembre del Reglamento Delegado (UE) 2017/104 de la Comisión —mediante el que se modificaban las normas técnicas regulatorias que especifican el contenido de la información a reportar—, se realizó un seguimiento del efecto que la puesta en marcha de dicha medida tuvo en las notificaciones realizadas por las entidades españolas.

## 5.2 Vigilancia de los mercados

La CNMV, a través de su Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM), investiga en profundidad aquellas situaciones en las que se han podido realizar prácticas contrarias a la integridad del mercado. Por un lado, las investigaciones persiguen detectar casos de realización, recomendación o comunicación ilícita de operaciones con información privilegiada y, por otro, prácticas manipulativas en la operativa desarrollada en los mercados de valores. También se revisan, en ambos tipos de investigación, aspectos como la adecuada elaboración y mantenimiento de las listas de iniciados o la eficacia de los mecanismos, sistemas y procedimientos de las entidades que prestan servicios de inversión para la identificación y comunicación a la CNMV de operaciones sospechosas de abuso de mercado. Tras la finalización de las investigaciones de la UVM, la CNMV decide la posible aplicación de medidas, entre ellas las disciplinarias.

Como resultado de las investigaciones mencionadas, se incoaron durante el año 2018 siete expedientes sancionadores a once personas, jurídicas o físicas, en los que se realizaron las siguientes imputaciones:

- A una persona física, por la comunicación de información privilegiada a tres personas vinculadas, a las que se les imputa su uso.

En el periodo en el que una sociedad analiza la formulación de una opa de las acciones de un emisor, una persona física —perteneciente a un despacho de abogados que presta servicios en la operación— comunica la información privilegiada referente a la inminente oferta a tres personas, que la utilizan para adquirir acciones del emisor español.

En este caso, la persona que desarrolla su actividad laboral en el despacho de abogados toma conocimiento en el marco de sus funciones del proceso iniciado por la sociedad para formular una opa del emisor y, a pesar de que se la incluye en la lista de iniciados, comunica la información privilegiada a tres personas vinculadas. Estas personas realizan compras de acciones del emisor el mismo día en el que, al cierre de la sesión, la sociedad oferente anuncia su oferta, aprovechándose de la información privilegiada recibida.

- A dos personas físicas, por manipulación de mercado en diversos valores por las operaciones de varios titulares.

Una persona física, decisor y ordenante de las operaciones de compra y venta de acciones de varios emisores a su nombre y ocasionalmente a nombre de un familiar, desarrolla una operativa concertada con otra persona, administradora de una web que difunde análisis sobre valores cotizados. Esta última persona remite a clientes captados a través de la web información interesada y engañosa respecto de las acciones de esos emisores. Antes de la remisión de esa información, la persona física interviniente en el mercado toma una posición larga que deshace mientras se realiza la comunicación a los clientes y obtiene así resultados positivos.

- A una persona física y a la sociedad de valores que le presta servicios de inversión, por manipulación de mercado.

La persona física, con la colaboración de varios operadores de su sociedad de valores, emite numerosas órdenes por un número reducido de acciones, que no tienen por finalidad tomar o deshacer una posición sino que están destinadas a impactar en el carné de órdenes y provocar oscilaciones en los precios, lo que le permite tomar posiciones a precios ventajosos y deshacerlas con resultado positivo. Esta estrategia requiere realizar durante la sesión un número relevante de ejecuciones de escaso tamaño, pero que generan la mayoría de los movimientos de precios, tanto de subida como de bajada, de la cotización, lo que propicia una diferencia positiva entre el precio de sus compras y el precio de sus ventas. De esta manera se altera la libre formación de los precios durante la sesión abierta.

- A una persona física representante de una persona jurídica en el consejo de administración de un emisor, por el uso de información privilegiada.

En el marco de una operación corporativa relevante se incluye a la persona física representante de un consejero de un emisor en la lista de iniciados y se le advierte de las obligaciones que esto conlleva —como consecuencia de la información que se comunica en los consejos de administración respecto al desarrollo de la operación corporativa—. En diferentes fechas dentro del periodo de negociación de la operación, esa persona física compra acciones de la sociedad, que experimentan una importante revalorización una vez que se comunica la operación corporativa al mercado.

Las personas que disponen de información privilegiada respecto de un emisor no pueden preparar ni realizar ningún tipo de operación sobre sus valores durante el periodo en el que no se ha divulgado esa información. Si lo hacen, se presume que están utilizando la información privilegiada de la que disponen, aun cuando —como sucede en este caso— la persona física haya comprado acciones del emisor en momentos previos y posteriores al periodo en el que ha dispuesto de información privilegiada.

- A una sociedad de valores, por manipulación de mercado y realización de ventas en corto descubiertas.

La estrategia realizada por la sociedad de valores consiste en introducir un elevado número de órdenes que van alternando ciclos de compra con ciclos de

venta de acciones. Estos ciclos se repiten numerosas veces a lo largo de la sesión y los precios evolucionan generando oscilaciones con pequeños movimientos entre un nivel superior y uno inferior, mediante órdenes de compra y venta de pequeño tamaño que impactan en el carné de órdenes y que finalmente, en gran parte, se cruzan entre ellas. Esta estrategia supone que la sociedad de valores interviene en la mayor parte de las ejecuciones de la sesión abierta, con operaciones de reducido tamaño de acciones, provocando la mayoría de los movimientos de precio al alza y a la baja.

En definitiva, la sociedad de valores con órdenes de pequeño tamaño reduce el precio de cotización a un nivel conveniente para realizar compras y, a continuación, eleva el precio para realizar sus ventas de forma idónea. De esta manera se impide la libre formación de los precios y se provocan oscilaciones al alza y a la baja a lo largo de la sesión.

Además, en ocasiones puntuales, la sociedad de valores toma posiciones cortas que no tiene cubiertas en esos momentos, sino que las cierra posteriormente durante la sesión mediante compras posteriores a las ventas.

- A una persona física, por manipulación de mercado y no comunicación de una operación sospechosa a su entidad financiera.

Una persona física realiza operaciones en las que simultáneamente es el comprador y el vendedor de las acciones de un emisor. Mediante estas operaciones sin cambio real de titular se da una imagen distorsionada de la demanda y de la oferta, y se modifica el precio de cierre debido a su introducción durante el periodo de subasta. En definitiva, esta práctica recurrente impide la libre formación de los precios. La entidad financiera que presta los servicios de inversión no detecta esta práctica y no cumple con la obligación de comunicar a la CNMV como sospechosas las operaciones de su cliente.

- A una persona física, por manipulación de mercado.

Una persona física con una posición larga en un valor interviene recurrentemente en los momentos previos al inicio del periodo de subasta de cierre, mediante operaciones sin cambio de titularidad. También realiza esta operativa en las propias subastas, mediante compras que acaparan la demanda y provocan incrementos de cotización. Estas operaciones se realizan por el número mínimo de acciones que generan el precio de cierre y no tienen otra finalidad que alterar la libre formación de los precios y provocar incrementos de cotización que mejoren el posible resultado de la posición larga tomada.

Finalmente, se remite una carta admonitoria a una sociedad de valores para que establezca los mecanismos, sistemas y procedimientos eficaces para evaluar y detectar adecuadamente las operaciones con información privilegiada y manipulaciones del mercado, y para, una vez detectadas, comunicarlas como operaciones sospechosas de abuso de mercado.

### 5.3 Agencias de calificación crediticia

El Reglamento de agencias de calificación crediticia<sup>3</sup> atribuye la supervisión de las agencias de calificación a ESMA. Esto implica que las actuaciones de la CNMV relativas a supervisión se centran básicamente en su participación en la toma de decisiones reservadas al Consejo de supervisores de ESMA (por ejemplo las relativas a expedientes sancionadores o procedimientos de autorización). Adicionalmente, a nivel técnico, la CNMV participa en el Comité de ESMA encargado de las tareas regulatorias y estratégicas en esta área.

Por otra parte, el Reglamento de agencias de calificación impone ciertas obligaciones sobre *ratings* a los emisores. La supervisión de dichas obligaciones se asigna a las autoridades nacionales, por lo que la CNMV en este caso realiza una actividad supervisora directa. En el ámbito de dichas competencias, la CNMV ha proseguido en el año 2018 con la supervisión de la obligación por parte de los emisores nacionales de considerar la contratación de agencias pequeñas cuando se designen dos o más para la calificación de sus emisiones o del propio emisor. A este respecto, cabría destacar como novedad tanto el inicio de la supervisión de este requisito, de acuerdo con el enfoque común europeo aprobado en el año 2017, como la realización de un ejercicio de supervisión en el ámbito específico del MARF, que ha dado como resultado la prevalencia en el uso de agencias pequeñas.

La CNMV sigue colaborando activamente con ESMA en las labores de desarrollo normativo de la regulación de agencias de calificación, así como en los procedimientos sancionadores, y autorizaciones y denegaciones de registro de nuevas agencias en Europa.

En relación con lo anterior, cabe mencionar la aprobación y publicación de las guías complementarias de refrendo de *ratings* elaborados en terceros países ajenos a la Unión Europea, para valorar si sus requisitos son tan estrictos como los de la regulación europea. En este sentido, también conviene señalar la consulta pública realizada a finales de diciembre de 2018 relativa a las iniciativas de financiación sostenible para respaldar el Plan de acción de sostenibilidad de la Comisión Europea en las áreas de las agencias de calificación crediticia.

A lo largo de 2018 ESMA registró cuatro nuevas agencias de calificación, con la incorporación de las entidades DBRS Ratings GmbH y A.M. Best (EU) Rating Services B.V. en Alemania y Holanda respectivamente, como parte de su estrategia para reforzar su presencia en Europa, en previsión de la próxima salida del Reino Unido de la Unión Europea. Asimismo se registraron las agencias de calificación nórdicas Moody's Investors Service (Nordics) AB y Nordic Credit Rating AS. En sentido contrario, se autorizó la retirada del registro de SPMW Rating Sp. z.o.o.

En el ámbito sancionador, destaca la multa impuesta a cinco bancos nórdicos por la emisión de calificaciones crediticias sin contar con el registro pertinente como agencias de calificación.

---

3 Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre agencias de calificación crediticia.