CNMV
Comisión Nacional del Mercado de Valores

Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2017

Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación
Ejercicio 2017

Comisión Nacional del Mercado de Valores
Edison, 4
28006 Madrid

Passeig de Gràcia, 19
08007 Barcelona

© Comisión Nacional del Mercado de Valores
Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.
La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de la red Internet en la dirección www.cnmv.es.

ISSN (edición electrónica): 1889-5166
Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIF	Fondos de inversión alternativa / Alternative Investment Funds
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado (antigua plataforma técnica de IBERCLEAR)
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / Credit Default Swap
CE	Comisión Europea
CFD	Contrato financiero por diferencias / Contract For Differences
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores / Central Securities Depository
CSDR	Reglamento de Depositarios Centrales de Valores / Central Securities Depositories Regulation
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DCV	Depositario central de valores
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital riesgo
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
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos / European Fund and Asset Management Association
EMIR	Reglamento (UE) n.º 643/2012 / European Market Infrastructure Regulation
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital riesgo
FCRE	Fondo de capital riesgo europeo
FCR-pyme	Fondo de capital riesgo pyme
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FMI	Fondo Monetario Internacional
FINTECH	Tecnología financiera / Financial Technology
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
HFT	Negociación de alta frecuencia / High Frequency Trading
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / Initial Coin Offerings
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
JUR	Junta Única de Resolución
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica / Legal Entity Identifier
LMV	Ley del Mercado de Valores
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
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding
NCA	Autoridad nacional competente / National Competent Authority
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OIS	Permutas de tipos de interés a un día / Overnight Indexed Swaps
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PFP	Plataformas de financiación participativa
PUI	Préstamo de última instancia
REIT	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario / Real Estate Investment Trust
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición / Request for Quote
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SAMMS	Sistema Avanzado de Monitorización de Mercados Secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital riesgo
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
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
SON	Sistema organizado de negociación
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

Índice general

Siglas y acrónimos		**5**
Índice de recuadros		**11**
Índice de cuadros		**13**
Índice de gráficos		**15**
Índice de anexos		**17**
I	**Los mercados de valores y sus agentes**	**19**
1	**Entorno económico y financiero**	**23**
1.1	Entorno internacional	23
1.2	Entorno nacional	40
2	**Mercados y emisores**	**57**
2.1	Mercados de renta variable	57
2.2	Mercados de renta fija	73
2.3	Mercados de productos derivados	88
2.4	Compensación, liquidación y registro	94
3	**Entidades financieras y servicios de inversión**	**105**
3.1	Inversión colectiva	105
3.2	Prestación de servicios de inversión	117
3.3	Entidades de capital riesgo y plataformas de financiación participativa	129
II	**La actuación de la CNMV en los mercados de valores**	**135**
4	**Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores**	**141**
4.1	Información financiera	141
4.2	Información referida a accionistas significativos, consejeros, directivos y autocartera	147
4.3	Informe de gobierno corporativo	150
5	**Supervisión de los mercados**	**157**
5.1	Contratación y poscontratación	157
5.2	Vigilancia de los mercados	171
5.3	Agencias de calificación crediticia	173
6	**Supervisión de entidades**	**175**
6.1	Entidades proveedoras de servicios de inversión	175
6.2	Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado	183
6.3	Entidades gestoras: SGIIC y SGEIC	189
6.4	Entidades depositarias	190
6.5	Sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT)	192
6.6	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	192
6.7	Índices de referencia	193
6.8	Autoridad de resolución (fase preventiva) de empresas de servicios de inversión	193
6.9	Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)	195
7	**Atención al inversor**	**197**
7.1	Reclamaciones	197

7.2	Consultas	199
7.3	Advertencias sobre entidades no autorizadas	202
7.4	Formación del inversor	204
8	**Actuaciones disciplinarias**	**207**
8.1	Expedientes sancionadores	207
8.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones	209
8.3	Denuncias	210
9	**Actividad internacional**	**213**
9.1	Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)	213
9.2	Junta Europea de Riesgo Sistémico	219
9.3	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	220
9.4	Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)	221
9.5	Otros foros internacionales	225
9.6	Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras	226
III	**CNMV: Aspectos institucionales, organizativos y económicos**	**227**
10	**Estrategia de la CNMV**	**231**
10.1	Plan de actividades 2018 y líneas estratégicas de la CNMV 2017-2018	231
11	**Organización**	**237**
11.1	Recursos humanos y organización	237
11.2	Sistemas de información	241
12	**Gestión económica**	**243**
12.1	Ingresos y gastos	243
12.2	Estructura de tasas	244
13	**Agencia Nacional de Codificación de Valores**	**245**
14	**Comité Consultivo de la CNMV**	**247**
15	**Cuentas de la CNMV**	**251**
IV	**Informe del Órgano de Control Interno**	**257**
Anexos		**261**
Anexos estadísticos I: mercados y emisores		263
Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión		277
Anexos estadísticos III: regulación y supervisión		287
Anexos legislativos		293
Anexos sobre la organización de la CNMV		343

Índice de recuadros

1	La evolución de los programas de compra de deuda del BCE	27
2	Criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas	52
3	Una medición de la liquidez de la renta fija española entre 2005 y 2016	85
4	Integración de Iberclear en TARGET2-Securities	94
5	Un análisis de los reembolsos en la industria de fondos española en periodos de estrés	111
6	Aplicación de MiFID II y MiFIR: situación y objetivos	138
7	Nuevos requisitos de información no financiera y diversidad para las entidades de interés público grandes	146
8	Guía técnica sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público	153
9	Actuación de la CNMV en relación con la crisis y posterior resolución de Banco Popular	166
10	El código LEI	170
11	Revisión horizontal del contenido de la información publicitaria de las páginas web de las entidades de crédito	176
12	Medidas para mejorar la protección de los clientes minoristas en la comercialización de CFD y otros productos especulativos	179
13	Guía técnica para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora	180
14	Refuerzo de la transparencia en determinadas categorías de políticas de fondos de inversión	187
15	Adaptación de las entidades depositarias de IIC a la nueva Circular 4/2016	190
16	Revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera	217
17	Fondo Monetario Internacional. Programa de Evaluación del Sector Financiero (Financial Sector Assessment Program, FSAP)	224
18	Actividad del Portal *FinTech*	235

Índice de cuadros

R1.1	Evolución de las compras netas de los programas de compras de activos del BCE	28
1.1.1	Los mercados de renta variable: rentabilidad	36
1.2.1	Indicadores de la economía española	41
1.2.2	Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras	48
1.2.3	Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español	51
2.1.1	Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados en relación con el PIB nominal	60
2.1.2	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	61
2.1.3	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	61
2.1.4	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	62
2.1.5	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	64
2.1.6	Efectivo negociado en renta variable española admitida en los mercados oficiales nacionales	65
2.1.7	Contratación de renta variable en los mercados operados por BME	66
2.1.8	Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo	67
2.1.9	Posiciones cortas	68
2.1.10	Ofertas públicas de adquisición de valores	69
2.1.11	Sociedades cotizadas en Latibex por países	70
2.1.12	Sociedades cotizadas en el MAB por segmento	71
2.2.1	Emisiones y saldos vivos: distribución por emisores	75
2.2.2	Contratación en los mercados secundarios oficiales	75
2.2.3	Contratación en el mercado de deuda pública anotada	77
2.2.4	Contratación de deuda pública en AIAF y bolsas	78
2.2.5	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	80
2.2.6	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	81
2.2.7	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija privada en AIAF	82
2.2.8	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija privada en bolsa	83
2.2.9	Contratación de renta fija privada en AIAF	83
2.2.10	Contratación de renta fija privada en las bolsas	84
2.3.1	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	89
2.3.2	Negociación en MEFF Exchange	89
2.3.3	Número de miembros en MEFF Exchange	91
2.3.4	Emisiones de *warrants* registradas en la CNMV	92
2.3.5	Contratación de *warrants* en el mercado continuo	93
2.3.6	Contratación de certificados en el mercado continuo	93
2.3.7	Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV	94
2.4.1	Entidades participantes en Iberclear	96
2.4.2	Iberclear. Actividad de registro	97
2.4.3	Iberclear CADE. Número de operaciones liquidadas	97
2.4.4	Iberclear CADE. Importe de las operaciones liquidadas	97
2.4.5	Iberclear ARCO. Actividad de registro	98
2.4.6	IBERCLEAR. Operaciones liquidadas ARCO	99
2.4.7	Número de miembros en BME Clearing por segmento	100
2.4.8	Evolución de la actividad en BME Clearing Repo	102
3.1.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	107
3.1.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2017	108
3.1.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	109
3.1.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC	116
3.1.5	Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas	117
3.2.1	Ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios	119
3.2.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2017	120
3.2.3	Altas y bajas en el registro de entidades	121
3.2.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	124
3.2.5	Resultados antes de impuestos, n.º de sociedades de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	125
3.2.6	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	126

3.2.7	Resultados antes de impuestos, n.º de agencias de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos	127
3.2.8	EAFI: número de contratos y volumen del patrimonio asesorado	128
3.3.1	Altas y bajas en el Registro en 2017	130
3.3.2	Número de solicitudes de PFP	131
3.3.3	Número de PFP autorizadas	132
3.3.4	Número de PFP denegadas y desistidas	132
3.3.5	Número de PFP registradas	132
4.1.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV	142
4.2.1	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos	149
4.2.2	Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros	149
4.2.3	Número de notificaciones de autocartera según posición final	150
5.1.1	Número de operaciones y volumen	157
5.1.2	Resumen de la actividad supervisora de los mercados	158
5.1.3	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	160
5.1.4	Hechos relevantes recibidos en la CNMV	160
6.1.1	Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2017	175
6.2.1	Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2017	184
6.2.2	Supervisión de ECR/SGEIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2017	189
6.8.1	Planes de resolución de ESI	194
6.9.1	Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN	195
7.1.1	Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución	198
7.1.2	Motivos de las reclamaciones finalizadas en 2017	198
7.2.1	Consultas atendidas según canal de recepción	199
8.1.1	Expedientes abiertos y concluidos	207
8.1.2	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	208
8.1.3	Sanciones impuestas	209
8.2.1	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2017	210
8.3.1	Denuncias presentadas en 2017	211
11.1.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	237
11.1.2	Distribución del personal por departamentos	238
11.2.1	Entrada y salida de documentos en la CNMV	242
12.2.1	Ingresos por tasas en la CNMV	244
13.1.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados	246
13.1.2	Consultas atendidas por la ANCV	246
14.1.1	Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	248
14.1.2	Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2017	249

Índice de gráficos

1.1.1	PIB: variaciones anuales	24
1.1.2	Inflación y producción industrial (var. anual)	25
1.1.3	Precio de las materias primas	26
1.1.4	Tipos de interés de intervención	27
R1.1	Evolución de las compras netas mensuales de los programas de compras del BCE	29
1.1.5	Saldo fiscal público y deuda pública	30
1.1.6	Tipos de interés a corto plazo (tres meses)	31
1.1.7	Rentabilidades de la deuda pública a diez 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 deuda corporativa	34
1.1.10	Emisiones netas 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	39
1.2.1	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española	43
1.2.2	Indicador de estrés de los mercados financieros españoles	45
1.2.3	Prima de riesgo de los emisores españoles	46
1.2.4	Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes	46
1.2.5	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	50
R3.1	Indicador sintético de liquidez de la deuda española	87
3.1.1	Fondos de inversión: distribución del patrimonio	106
R5.1	Suscripciones netas diarias por percentiles	112
R5.2	Suscripciones netas acumuladas por percentiles	113
R5.3	Coeficiente de liquidez en función de las suscripciones netas acumuladas	114
3.1.2	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	115
3.2.1	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	123
3.2.2	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores	127
4.1.1	Motivo de los requerimientos a los emisores (excluidos FT y FAB)	143
4.2.1	Número de notificaciones registradas	147
4.2.2	Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora	148
4.3.1	Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado	151
4.3.2	Porcentaje de mujeres consejeras sobre total de consejeros	153
4.3.3	Remuneración por conceptos	156
7.2.1	Materias objeto de consulta	200
7.3.1	Número de advertencias realizadas por la CNMV sobre entidades no registradas	203
7.3.2	Número de advertencias procedentes de Estados miembros de la UE sobre entidades no registradas	203

Índice de anexos

Anexos estadísticos I: mercados y emisores 263

I.1	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	263
I.2	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2017: importe efectivo	263
I.3	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2017	266
I.4	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	266
I.5	Concentración sectorial de la capitalización	267
I.6	Concentración de la contratación bursátil de renta variable	267
I.7	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	268
I.8	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	269
I.9	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2017	270
I.10	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	270
I.11	Emisiones brutas de las Administraciones públicas	271
I.12	Emisiones netas de las Administraciones públicas	271
I.13	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	272
I.14	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2017	272
I.15	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2017. Detalle por instrumentos	273
I.16	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2017	273
I.17	Principales emisores de bonos de titulización en 2017	274
I.18	Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulizado	274
I.19	Contratación en AIAF por cuenta propia	275

Anexos estadísticos II: entidades financieras y servicios de inversión 277

II.1	Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	277
II.2	Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	278
II.3	Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	278
II.4	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	279
II.5	IIC extranjeras comercializadas en España	280
II.6	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2017	280
II.7	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen	281
II.8	Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal	282
II.9	Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera	283
II.10	ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2017. Estado miembro de acogida	284
II.11	Actuación transfronteriza de las EAFI nacionales	285
II.12	Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2017. Estado miembro de origen	285

Anexos estadísticos III: regulación y supervisión 287

III.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	287
III.2	Resolución de expedientes sancionadores en 2017	288
III.3	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2017 contra resoluciones en materia de sanciones	290

Anexos legislativos 293

A	Legislación española	293
A.1	Comisión Nacional del Mercado Valores	293
A.2	Sociedades cotizadas	294
A.3	Infraestructuras de mercado	295
A.4	Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito	301
A.5	Instituciones de inversión colectiva, fondos de titulización y entidades de capital riesgo	303
A.6	Otras normas	304
B	Legislación europea	308
B.1	Centros de negociación	308
B.2	Emisores y cotizadas	311
B.3	Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito	315
B.4	Infraestructuras del mercado	323
B.5	Sistema Europeo de Supervisión Financiera	326
B.6	Entidades proveedoras de datos	329
B.7	Inversión colectiva	330
B.8	Otros	331
B.9	Directrices y recomendaciones de ESMA/EBA	334
B.10	Guías técnicas y publicaciones de la CNMV	334

Anexos sobre la organización de la CNMV 343

Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2018 343
Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2018 343
Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2018 344
Organigrama de la CNMV 346

I Los mercados de valores y sus agentes

En esta primera parte del Informe anual se exponen las características más relevantes del entorno macroeconómico y financiero nacional e internacional de 2017, así como las principales tendencias observadas en los mercados financieros españoles y en los diferentes tipos de entidades que participan en ellos, todos ellos bajo la supervisión de la CNMV.

En relación con el entorno macroeconómico y financiero (capítulo 1), el ejercicio 2017 vino marcado por la consolidación del crecimiento a escala global y la acentuación de las divergencias entre las políticas monetarias aplicadas a ambos lados del Atlántico. Los mercados financieros internacionales, apoyados en el dinamismo de la actividad, mostraron un comportamiento muy favorable en un marco de ausencia de volatilidad. Las bolsas registraron revalorizaciones notables, sobre todo en EE. UU. Por su parte, la economía española continuó creciendo por encima del 3%, lo cual facilitó la disminución del desempleo y del déficit público.

Este panorama no está exento de riesgos, como mostraron las turbulencias en los mercados financieros en febrero de 2018. Las principales fuentes de incertidumbre guardan relación con la aparición de informaciones que puedan implicar cambios inesperados en las decisiones de política monetaria de los bancos centrales, con la acumulación de algunos desequilibrios macroeconómicos y financieros, con el giro hacia políticas comerciales más restrictivas o con los efectos derivados del *brexit*.

Los mercados financieros españoles (capítulo 2) no registraron repuntes significativos en su nivel de estrés en todo el ejercicio. Su evolución fue similar a la de otros mercados europeos excepto en el caso de los activos de renta variable durante el último cuatrimestre del año, cuando la crisis política en Cataluña hizo que las cotizaciones mostraran un peor comportamiento relativo. Los mercados de deuda experimentaron pocas variaciones en 2017, con tipos de interés en mínimos históricos y emisiones en descenso. En el ámbito de la compensación, la liquidación y el registro de valores cabe señalar la finalización de su reforma en septiembre de 2017, momento a partir del cual Iberclear (Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores) empezó a desarrollar estas actividades en un único sistema de liquidación de valores denominado ARCO.

En relación con los agentes que participan en los mercados (capítulo 3) cabe destacar la prolongación de la senda expansiva de la industria de la inversión colectiva, que alcanzó un volumen de activos similar al existente antes de la crisis, y la mejora del beneficio de las sociedades y agencias de valores, a pesar de la creciente competencia de los bancos en la prestación de servicios. El cambio de modelo de negocio de estas entidades, donde cada vez son más importantes los servicios de comercialización de instituciones de inversión colectiva (IIC), de gestión de carteras y de asesoramiento, junto con la contención de los gastos explicó esta buena evolución. El sector de capital riesgo también continuó creciendo en 2017, tanto en el número de entidades registradas como en el volumen de inversión, al igual que lo hicieron las plataformas de financiación participativa, con el registro de 9 entidades más (27 en total).

1 Entorno económico y financiero

1.1 Entorno internacional

El ejercicio 2017 vino marcado por la consolidación del crecimiento a escala global y la acentuación de las divergencias entre las políticas monetarias aplicadas a ambos lados del Atlántico. De acuerdo con los datos del FMI, el PIB mundial avanzó un 3,8% el año pasado, 6 décimas más que en 2016, y lo hizo con una gran sincronía entre las economías avanzadas y las emergentes, y también dentro de estos grupos de economías. En el caso de EE. UU., la evolución favorable del empleo y la inflación permitió que la Reserva Federal incrementara los tipos de interés tres veces en 2017 y que comenzara a reducir el tamaño del balance del banco central tras la fuerte expansión de los últimos años. Por el contrario, en la zona del euro y en Japón el tono de la política monetaria siguió siendo ultraexpansivo. El BCE mantuvo los tipos de interés oficiales en el 0% y continuó con los programas de compra de deuda que, entre otros factores, contribuyeron a mantener las rentabilidades de estos activos en mínimos históricos. Por el momento, la autoridad europea ha decidido reducir las compras netas mensuales de deuda desde los 60.000 millones de euros hasta los 30.000 millones desde enero hasta septiembre de 2018. La prolongación de estas compras con posterioridad dependerá, fundamentalmente, de la evolución de la inflación de la zona (cabe señalar que el objetivo del BCE es que la inflación se sitúe cerca pero ligeramente por debajo 2%).

En este contexto, los mercados financieros internacionales tuvieron una evolución favorable, caracterizada por el nivel reducido de los tipos de interés y la solidez del crecimiento. Los tipos a corto plazo de las economías avanzadas siguieron el rumbo marcado por la evolución de los tipos oficiales, mientras que las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo se mantuvieron relativamente estables a lo largo del año. En el caso de EE. UU., esta evolución dio lugar a un notable aplanamiento de la curva de tipos. En algunas economías europeas, las rentabilidades de los bonos a largo plazo descendieron en 2017 debido a las mejoras percibidas en su calidad crediticia. Por su parte, las bolsas mundiales se revalorizaron de forma significativa en un entorno de volatilidad muy reducida. Los mayores incrementos se observaron en los índices estadounidenses, con avances de entre un 19% y un 28% en el año, mientras que en Europa los incrementos fueron algo menores, entre un 6,5% y un 13,6%, probablemente debido a algunas incertidumbres de carácter político y a las negociaciones del *brexit*.

Las perspectivas de crecimiento para 2018 siguen siendo favorables, aunque existen algunas incertidumbres. Una de las más relevantes tiene que ver con un posible repunte de la inflación en el caso, por ejemplo, de que la reforma fiscal de EE. UU. tuviera un efecto pronunciado sobre los precios. En general, un escenario de mayor inflación puede repercutir en la política monetaria y dar lugar a incrementos más elevados o más tempranos de los tipos de interés, que pueden afectar a los mercados financieros. Otros riesgos están relacionados con la posible acumulación de

desequilibrios financieros derivados de un entorno de tipos de interés muy reducidos durante un tiempo prolongado, especialmente en la zona del euro, y, finalmente, con la persistencia de algunas incertidumbres y conflictos de naturaleza política.

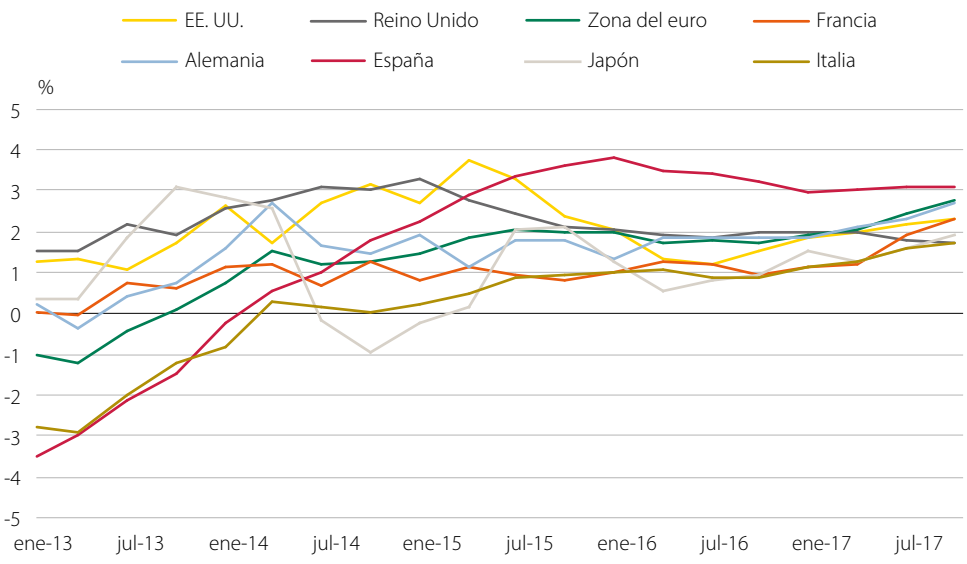
1.1.1 La economía internacional

Fuerte aceleración del crecimiento mundial en 2017, que, además, se produce de forma sincronizada entre las economías avanzadas y las emergentes

La economía mundial creció un 3,8% en 2017 de acuerdo con las estimaciones del FMI[1], lo que supone 6 décimas más que en 2016. Una de las características más importantes de este avance fue la sincronía entre las economías avanzadas y las emergentes. Las primeras crecieron un 2,3% en 2017, 6 décimas más que en 2016 y las emergentes lo hicieron un 4,8%, 4 décimas más. El crecimiento del comercio mundial impulsado por el dinamismo de la inversión, sobre todo en las economías avanzadas, y el aumento del precio de algunas materias primas fueron algunos de los catalizadores de esta evolución. Las incertidumbres políticas presentes en el panorama económico y financiero internacional no han tenido, por el momento, un impacto significativo en la actividad.

Dentro de las economías avanzadas cabe destacar el avance en la zona del euro, cuyo PIB aumentó un 2,3% (1,8% en 2016), observándose una aceleración notable de la actividad en todas sus economías. Entre las mayores, destacó la española, con un avance del 3,1%, y la alemana, con un 2,5%. En EE. UU. el PIB creció un 2,3%, 8 décimas más que el ejercicio previo, con la ayuda de las expectativas generadas por las políticas expansivas de la Administración estadounidense. De entre las grandes economías europeas, solo el Reino Unido mostró avances inferiores a los del año previo (1,8% frente al 1,9%), que, en parte, se pueden asociar a las incertidumbres derivadas del *brexit*.

PIB: variaciones anuales GRÁFICO 1.1.1



Fuente: Thomson Datastream.

1 *World Economic Outlook*.

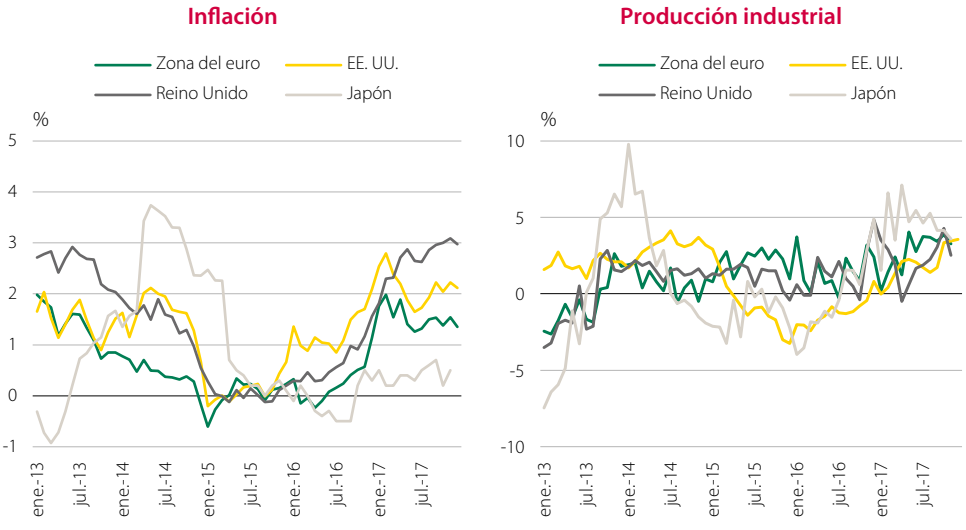
Entre las economías emergentes y en desarrollo destacó la recuperación de Brasil y Rusia, que dejaron atrás las tasas negativas de 2016 (-3,5% y -0,2%, respectivamente) y mostraron un avance anual del 1% y el 1,5%, respectivamente. Las economías asiáticas emergentes en su conjunto crecieron un 6,5%, la misma tasa que en 2016, gracias a la solidez de la actividad en China, que mostró un registro anual del 6,9%. También fue significativa la recuperación de las economías emergentes de Europa del Este, que de forma agregada experimentaron un crecimiento del 5,8%, 2,6 puntos porcentuales (p.p.) más que en 2016.

El dinamismo de la actividad no dio lugar a incrementos significativos en los precios, salvo en el Reino Unido, influido por la depreciación de la libra

En un entorno de mayor crecimiento global, las tasas de inflación de las principales economías no experimentaron repuntes significativos en 2017 (excepto en el Reino Unido), ni tampoco lo hicieron las subyacentes, que mostraron un comportamiento muy estable. Únicamente cabe señalar, en EE. UU. y en la zona del euro, un repunte transitorio de la inflación en el primer trimestre del año como consecuencia del encarecimiento del petróleo (y su comparación con el reducido nivel de principios de 2016). Las tasas de variación anuales registraron máximos del 2,8% en EE. UU. y del 2% en la zona del euro en febrero, pero después disminuyeron a medida que la tasa de inflación energética se normalizaba. A finales de año, la inflación de la economía estadounidense se situaba en el 2,1% (1,8% en el caso de la tasa subyacente) y la de la zona del euro lo hacía en el 1,4% (0,9% para la tasa subyacente).

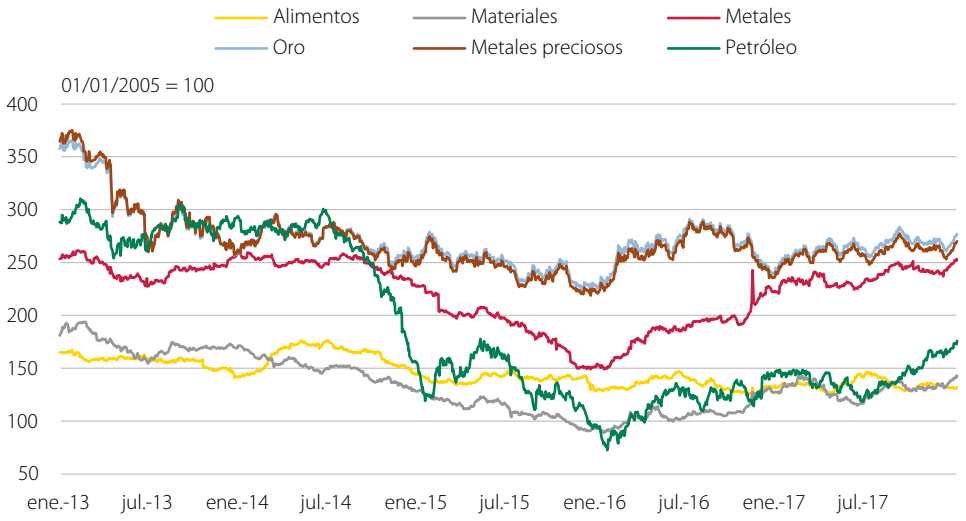
En el Reino Unido se observó un repunte significativo tanto de la inflación general, que pasó del 1,6% a finales de 2016 al 3% a finales de 2017 (véase gráfico 1.1.2), como de la subyacente (que pasó del 1,6% al 2,5% en los mismos periodos), originado en su mayor parte por la notable depreciación de la libra. Esta tendencia, como se comenta más adelante, justificó la decisión del Banco de Inglaterra de incrementar los tipos de interés en noviembre. Finalmente, en Japón la inflación se situó a lo largo del año en valores que oscilaron entre el 0,2% y el 0,7%, sin mostrar una tendencia clara durante el mismo.

Inflación y producción industrial (var. anual) GRÁFICO 1.1.2



Fuente: Thomson Datastream.

Precio de las materias primas GRÁFICO 1.1.3



Fuente: Thomson Datastream.

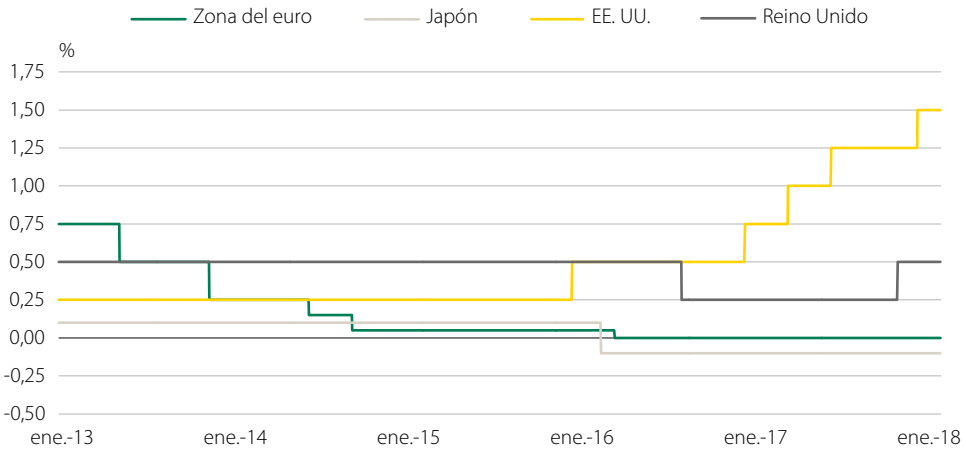
En 2017 se acentuaron aún más las diferencias entre el tono de la política monetaria en EE. UU. y en la zona del euro

El ejercicio 2017 vino marcado, como ya se ha mencionado, por la consolidación del crecimiento a escala global y la acentuación de las divergencias entre las políticas monetarias aplicadas a ambos lados del Atlántico. En EE. UU., la Reserva Federal decidió incrementar los tipos de interés tres veces en el año como consecuencia de la evolución favorable del empleo y la inflación. La última subida, que se produjo en diciembre, dejó el tipo de interés oficial en la horquilla del 1,25-1,50% (véase gráfico 1.1.4). También decidió comenzar a reducir el tamaño del balance del banco central tras la fuerte expansión de los últimos años. En el Reino Unido, el banco central también elevó los tipos de interés en noviembre (25 puntos básicos [p.b.], hasta el 0,5%) con el fin de contener el repunte de la inflación.

Por el contrario, en la zona del euro y en Japón, el tono de la política monetaria siguió siendo ultraexpansivo. El BCE mantuvo los tipos de interés oficiales en el 0% y continuó con los programas de compra de deuda, que mantienen las rentabilidades de estos activos en mínimos históricos. Por el momento, la autoridad europea ha decidido reducir las compras mensuales de deuda desde los 60.000 millones de euros hasta los 30.000 millones desde enero hasta septiembre de 2018. La prolongación de estas compras con posterioridad dependerá, fundamentalmente, de la evolución de la inflación de la zona y su adecuación al objetivo del BCE (cerca pero ligeramente por debajo del 2%). La evolución de la inflación será determinante en las decisiones de la autoridad monetaria en 2018. Por su parte, los tipos de interés oficiales en Japón se mantienen en el -0,1% desde febrero de 2016.

Tipos de interés de intervención

GRÁFICO 1.1.4



Fuente: Thomson Datastream.

La evolución de los programas de compra de deuda del BCE

RECUADRO 1

Desde que el Banco Central Europeo (BCE) iniciase en julio de 2009 su primer programa de compra de activos[1] en los mercados financieros, se han sucedido un conjunto de programas de compra de deuda —tanto pública como privada— orientados a combatir los efectos de la reciente crisis económica y financiera, parte de los cuales siguen vigentes al cierre de 2017, en el marco de una política monetaria de carácter expansivo, que ha incluido medidas no convencionales[2].

El Consejo de Gobierno del BCE puso en marcha en octubre de 2014 dos nuevos programas de compra de deuda privada: el de compra de bonos garantizados (Third Covered Bond Purchase Programme, CBPP3) y el de bonos de titulización (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP). Asimismo, a partir de marzo de 2015, la institución incluyó en su programa de compra de activos la adquisición de bonos emitidos por los Gobiernos de la zona del euro y agencias e instituciones europeas (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Este programa se amplió de nuevo en junio de 2016 incluyendo un programa de compra de deuda corporativa (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Todos estos programas constituyen a su vez el programa de compra de activos —tanto públicos como privados— en los mercados financieros (Expanded Asset Purchase Programme, APP), que engloba las compras realizadas bajo los programas anteriores.

Las compras de deuda en el marco del programa APP se iniciaron con 60.000 millones de euros mensuales netos desde marzo de 2015 hasta marzo de 2016, para incrementarse hasta 80.000 millones netos desde abril de 2016 hasta marzo de 2017. A partir de abril de 2017 volvieron a reducirse hasta 60.000 millones de euros netos al mes, cifra que se ha mantenido hasta el final del ejercicio.

Aunque inicialmente la duración prevista de los programas era inferior, y alguno debería haber concluido hace tiempo, las circunstancias y los datos económicos han aconsejado la adopción de medidas complementarias en

materia de política monetaria, entre otras la extensión de la duración de estos. Así, el programa de compra de activos seguía vigente al cierre del ejercicio, aunque el importe de sus compras y su composición han evolucionado a lo largo del tiempo en función de las necesidades de la política monetaria.

Hasta el 31 de diciembre de 2017, las compras del programa APP habían alcanzado un importe cercano a 2,28 billones de euros, correspondiendo el 83% al PSPP, el 11% al CBPP3, el 6% al CSPP y el 1% restante al ABSPP (véase cuadro R1.1). De los 1,88 billones de compras de activos públicos en el marco del PSPP, 230.261 millones correspondieron a compras de activos españoles con un vencimiento medio de 8,27 años. En el caso de la deuda corporativa (programa CSPP), el 11% de las compras[3] (por un importe superior a 14.000 millones de euros) correspondió a deuda emitida por 17 emisores españoles.

Así, las compras totales han crecido desde casi 650.000 millones de euros al final del año 2015 hasta 2,28 billones de euros en 2017, tras alcanzar 1,53 billones en 2016, lo que representa un estímulo monetario sin precedentes y de una cuantía superior a 1,6 billones de euros solo en los últimos 2 años. De este importe, las compras de deuda pública suponían casi 1,9 billones de euros al cierre del ejercicio, de los que 230.000 millones correspondían a deuda pública española (el 12% del total). Por su parte, las compras de bonos garantizados y deuda corporativa representaban casi 241.000 y 131.600 millones de euros, respectivamente, de los cuales en torno al 35% y el 16% fueron adquiridos directamente en el mercado primario con el objeto de acelerar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Evolución de las compras netas de los programas de compras de activos del BCE CUADRO R1.1

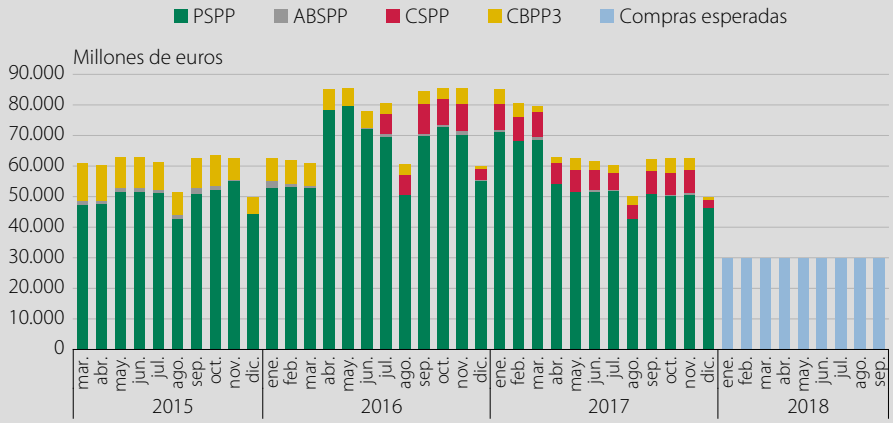
	ABSPP	CBPP3	PSPP		CSPP	APP
	Total zona del euro	Total zona del euro	España[1]	Total zona del euro	Total zona del euro	Total zona del euro
Inicio del programa	nov-14	oct-14	mar-15		jun-16	–
Volumen adquirido a 31/12/2015	13,2	143,3	56,8	491,2	–	647,7
Volumen adquirido a 31/12/2016	22,8	203,5	150,3	1.254,6	51,0	1.531,9
Volumen adquirido a 31/12/2017	25,0	240,7	230,2	1.888,7	131,6	2.286,0

Fuente: BCE. Volúmenes en miles de millones. (1) En el caso de España, el dato del BCE corresponde a compras sin descontar los ajustes por amortizaciones.

Su composición ha evolucionado a lo largo del tiempo (véase gráfico R1.1), aunque las compras de deuda pública se han mantenido estables en los 2 últimos ejercicios en torno al 82-83% del total. Las compras de bonos garantizados han ido perdiendo peso en beneficio de las compras de deuda corporativa, una vez alcanzado su objetivo de mejorar las condiciones financieras de la zona del euro y de facilitar la expansión del crédito a la economía real. De esta forma las compras de deuda corporativa se han incrementado hasta el 6% del total, con el objetivo de convertirse en la herramienta de transmisión de la

política monetaria orientada a facilitar el crédito a las empresas y reducir sus costes de financiación. Aun así, su tamaño está condicionado por la disponibilidad de activos elegibles.

Evolución de las compras netas mensuales de los programas de compras del BCE GRÁFICO R1.1



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

Finalmente, el Consejo de Gobierno del BCE del 26 de octubre acordó reducir de nuevo el importe de las compras netas de activos al amparo del citado programa hasta los 30.000 millones de euros mensuales desde enero de 2018. El objetivo es que las compras continúen hasta el final de septiembre de este año o una fecha posterior si fuese necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con el objetivo a medio plazo (cerca pero por debajo del 2%). No obstante, el mercado espera que la política monetaria de la zona del euro se vaya normalizando y todos estos programas y medidas no convencionales se vayan retirando progresivamente.

1 El 9 de julio de 2009 se puso en marcha el primer programa de compra de bonos garantizados (el denominado Covered Bond Purchase Programme, CBPP1), que estuvo vigente hasta junio de 2010 y alcanzó compras por un importe nominal de 60.000 millones de euros. Posteriormente, entre mayo de 2010 y septiembre de 2012 estuvo vigente el Securities Market Programme (SMP), que incluyó compras de deuda pública emitida por los Gobiernos de la zona del euro. Este último programa coincidió en el tiempo con el segundo programa de compras de bonos garantizados (Covered Bond Purchase Programme 2, CBPP2), vigente entre noviembre de 2011 y octubre de 2012 y que acumuló compras por un importe nominal de 16.400 millones de euros.

2 Estas medidas no convencionales han incluido tipos de interés negativos, así como un conjunto de operaciones de financiación al sector financiero a largo plazo —hasta 4 años— (las denominadas *targeted long-term refinantial operations,* TLTRO I y II) en atractivas condiciones destinadas a fomentar la financiación al sector privado.

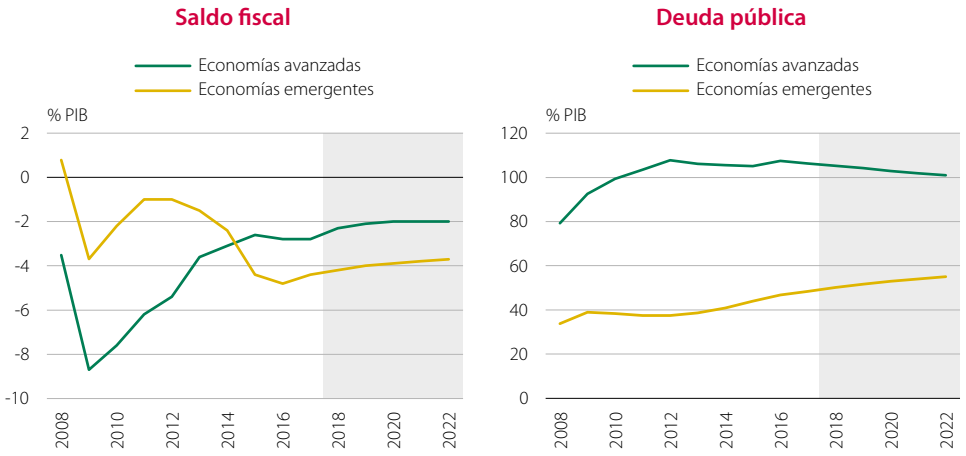
3 Datos hasta el tercer trimestre de 2017. Fuente: BCE.

En 2017 el déficit público se estabilizó en las economías avanzadas por debajo del 3% del PIB y disminuyó casi medio punto en las emergentes

De acuerdo con las estimaciones del FMI, el déficit público agregado de las economías avanzadas se estabilizó en 2017 en el 2,8% del PIB, mientras que el de las

economías emergentes y en desarrollo se redujo 4 décimas, hasta el 4,4% del PIB. En el caso de las primeras, el tono de la política fiscal fue ligeramente expansivo, especialmente en EE. UU., pero la disminución del déficit cíclico por la bonanza económica permitió la estabilidad del saldo fiscal agregado. En las segundas, el incremento del precio de las materias primas durante el año favoreció la disminución del déficit público de muchas economías exportadoras. En cuanto a la evolución de la deuda pública, las economías avanzadas mostraron un leve descenso del cociente agregado (desde el 107,4% del PIB en 2016 hasta el 106,3% en 2017), mientras que las economías emergentes experimentaron un ligero incremento del PIB de 1,6 puntos, hasta situarse en el 48,4% (véase gráfico 1.1.5).

Saldo fiscal público y deuda pública GRÁFICO 1.1.5



Fuente: FMI.

El FMI pronostica una reducción paulatina del déficit público de las economías avanzadas hacia tasas del 2% del PIB y de las emergentes hacia ratios inferiores al 4%[2]. Por su parte, la deuda pública de las economías avanzadas disminuiría hacia niveles cercanos al 100% del PIB en los próximos 5 años, mientras que la de las emergentes mostraría una tendencia ascendente hacia el 55% del PIB.

1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

La diferencia entre los tipos de interés a tres meses de EE. UU. y los de la zona del euro supera ya los dos puntos porcentuales

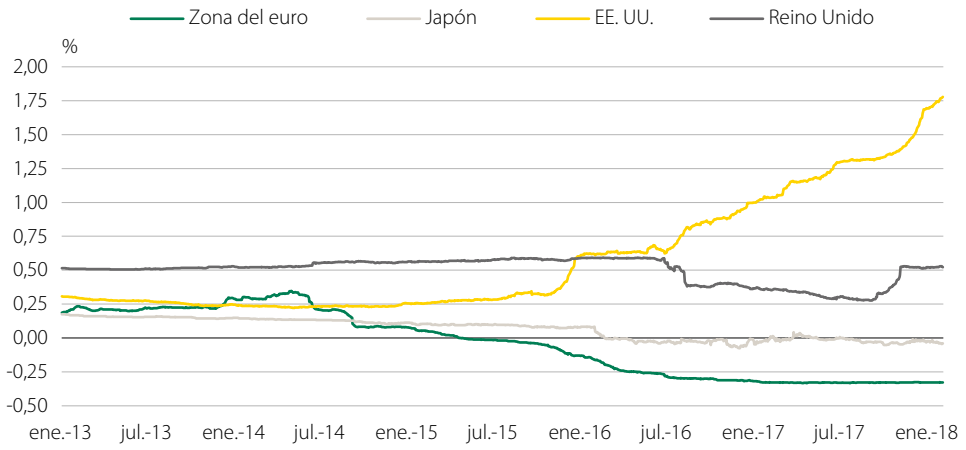
Los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas siguieron divergiendo durante el año 2017 como consecuencia del curso diferenciado en las políticas monetarias aplicadas por sus bancos centrales. Así, en EE. UU. los tipos de interés a 3 meses mostraron una tendencia ascendente a lo largo del año, situándose en el 1,69% a finales de diciembre (1% a finales de 2016). Estos niveles de los tipos a corto plazo son los más elevados de entre las economías avanzadas y establecen una diferencia superior a dos puntos porcentuales respecto a los de la zona del euro

2 Estas proyecciones se publicaron en el otoño de 2017, antes de conocerse los detalles de la reforma fiscal en EE. UU., por lo que cabe esperar revisiones significativas en las próximas previsiones, que se publicarán en primavera, sobre todo en los agregados de las economías avanzadas.

(véase gráfico 1.1.6). En el Reino Unido, los tipos de interés a tres meses también se incrementaron en 2017, en sintonía con la decisión del banco central de subir los tipos de interés en noviembre. Estos tipos de interés empezaron a aumentar con más fuerza desde septiembre y finalizaron el año en el 0,52% (15 p.b. más que a finales de 2016).

Por el contrario, en la zona del euro y en Japón, donde el tono de la política monetaria siguió siendo ultraexpansivo, los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron casi sin cambios durante todo el ejercicio. En la zona del euro, los tipos a 3 meses oscilaron en torno al -0,33% y en Japón lo hicieron en torno al 0%.

Tipos de interés a corto plazo[1] (tres meses) GRÁFICO 1.1.6



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

En cuanto a las expectativas de tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) pronostican que las referencias a corto plazo en la zona del euro y EE. UU. seguirán mostrando caminos dispares. En la zona del euro se espera que los tipos apenas cambien durante el año, una expectativa coherente con la intención del BCE de mantener los tipos de interés oficiales en niveles reducidos por un extenso periodo de tiempo, más allá del horizonte previsto para la finalización de su programa de compras de activos. Por el contrario, se espera que los tipos en EE. UU. aumenten más de medio punto porcentual, en consonancia con el proceso de normalización de la política monetaria adoptado por la Reserva Federal.

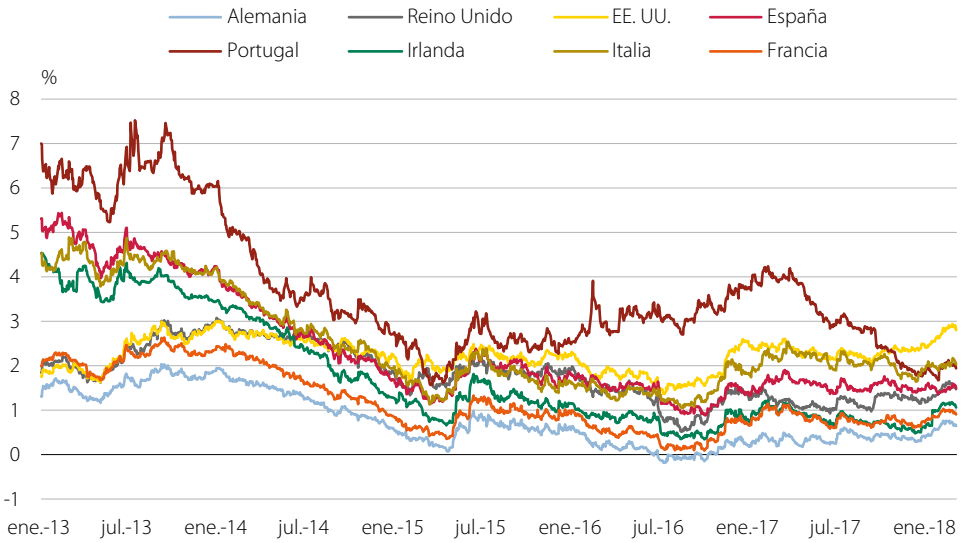
Los mercados de deuda se caracterizaron por la estabilidad en el rendimiento de los bonos y los descensos en las primas de riesgo

Los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos de la mayoría de las economías avanzadas tuvieron un comportamiento muy estable a lo largo del año pasado. Únicamente en los países de la zona del euro se observaron algunos aumentos de escasa cuantía, probablemente originados por varias incertidumbres políticas, que tendieron a disiparse conforme se conocían los resultados de los diferentes procesos electorales, pero también por la consolidación de un escenario de tasas de crecimiento por encima de las esperadas en la zona.

En el caso de EE. UU. y el Reino Unido la rentabilidad de la deuda pública a 10 años se situó en diciembre en el 2,4% y el 1,2% respectivamente, unos niveles similares

a los observados a finales de 2016. En estas dos economías, el incremento de los tipos a corto plazo, originado por los aumentos de los tipos de interés oficiales junto con la estabilidad de los tipos a largo plazo, ha dado lugar a un aplanamiento notable de la curva de tipos de interés, que es compatible con unas expectativas de inflación, por el momento, relativamente contenidas.

Rentabilidades de la deuda pública a diez años GRÁFICO 1.1.7



Fuente: Thomson Datastream.

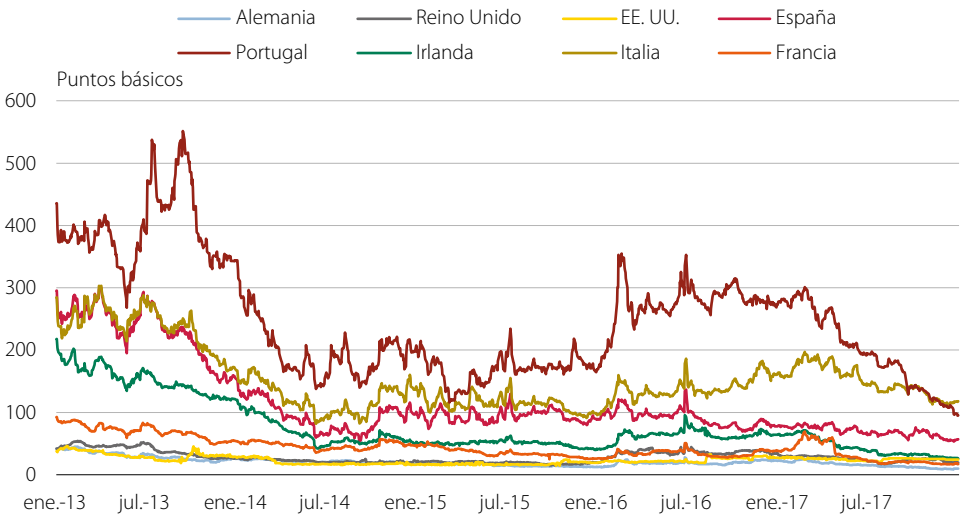
Por su parte, en la zona del euro los tipos de interés a 10 años registraron ligeros aumentos, oscilando entre los 10 p.b. del bono soberano de Francia (que se situó en el 0,79%) y los 22 p.b. del bono alemán (que acabó el año en el 0,42%). Desmarcándose de esta tendencia destacó el fuerte descenso de la rentabilidad de la deuda soberana en Portugal y en Grecia como consecuencia de la mejora percibida de su calidad crediticia, que fue confirmada por las mejoras en sus *ratings*[3]. Así, la rentabilidad del bono soberano de Portugal descendió 183 p.b., hasta el 1,93%, y el de Grecia lo hizo más de 300 p.b., hasta el 4,12%. Los bonos soberanos de otras economías europeas también recibieron mejoras en sus calificaciones crediticias (por ejemplo, Irlanda e Italia) pero las variaciones del rendimiento fueron menos pronunciadas.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a cinco años) retrocedieron en 2017 de forma notable en los países periféricos de la zona del euro, mientras que registraron descensos más leves en el resto de las economías avanzadas. En particular, las primas de riesgo cayeron en España (22 p.b.), Francia (21 p.b.) y Alemania (13 p.b.) hasta los 57, 17 y 10 p.b., respectivamente, debido tanto a la consolidación de la expansión económica como a la disipación de algunas fuentes de incertidumbre política dentro de la región. Los descensos fueron más notables en Portugal (183 p.b.) e Italia (46 p.b.), donde cayeron hasta los 95 y 118 p.b., respectivamente, como consecuencia de las mejoras en sus *ratings*. Destacó la importante reducción de la prima de riesgo soberano del CDS griego (621 p.b., hasta los 382 p.b.), coincidiendo con la aprobación del desembolso de un tramo

3 La calificación de la deuda soberana a largo plazo de Portugal fue mejorada en septiembre por Standard & Poor's y en diciembre por Fitch, y la de Grecia en junio por Moody's y en agosto por Fitch.

adicional de 8.500 millones de euros en la ayuda financiera que ofrece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y con las mejoras recientes de su calificación crediticia basadas en la recuperación de su economía. Por su parte, las primas de riesgo soberano de EE. UU. y el Reino Unido se situaron en 24 y 19 p.b., respectivamente, a finales de diciembre, niveles muy similares a los de finales de 2016 (véase gráfico 1.1.8).

Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos GRÁFICO 1.1.8

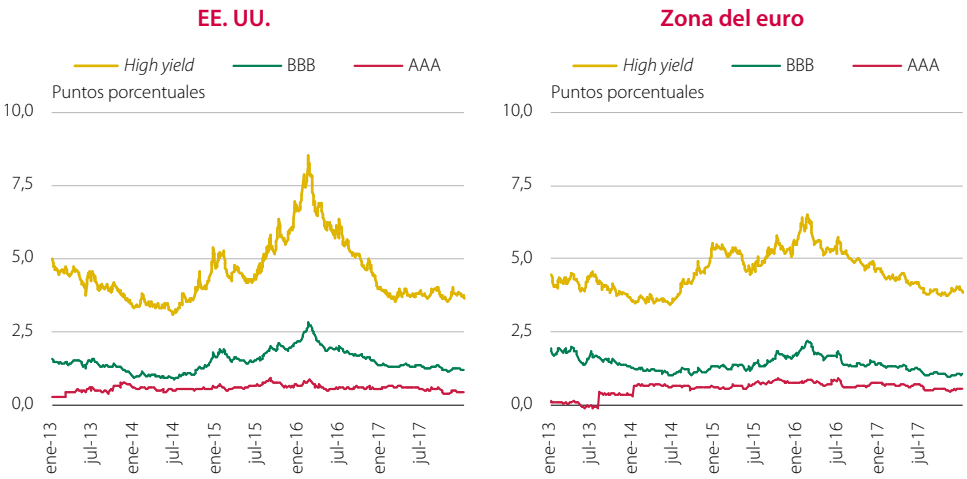


Fuente: Thomson Datastream.

La prima de riesgo de las entidades de crédito de la zona del euro se redujo a lo largo de 2017, pues los mismos factores que contribuyeron a rebajar las primas de riesgo soberano —es decir, la consolidación de la recuperación económica y la disminución de la incertidumbre política— generaron cambios positivos en las perspectivas del sector bancario. Asimismo, estas reducciones también han estado vinculadas a factores idiosincráticos tales como la reducción gradual de los activos dudosos de las entidades y a los esfuerzos orientados al saneamiento de sus balances. En este contexto, la prima de riesgo del conjunto del sector se redujo 120 p.b. durante 2017 y se situó en 134 p.b. a finales de diciembre. Por su parte, la prima de riesgo del sector bancario en EE. UU. mostró una evolución mucho más estable y solo descendió 22 p.b., hasta los 39 p.b.

Las primas de riesgo de la deuda corporativa cayeron durante 2017 en las principales economías avanzadas, especialmente en el segmento de peor calidad crediticia, hecho que refleja el aumento generalizado del apetito por el riesgo. Estos descensos fueron más moderados en EE. UU., donde a finales de diciembre la prima de riesgo de los bonos *high yield* se situaba en 362 p.b., con lo que acumulaba un descenso anual de 29 p.b. En el mismo periodo, la prima de riesgo de la deuda privada con peor calificación crediticia en la zona del euro mostró un descenso mayor (76 p.b.), por lo que se situó en 384 p.b, en un entorno de tipos de interés extremadamente reducidos que favorece la búsqueda de mayor rentabilidad.

Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa[1] GRÁFICO 1.1.9



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

Las emisiones de deuda corporativa crecieron en 2017 para aprovechar las buenas condiciones del mercado, anticipándose al proceso de subidas de los tipos de interés

Las emisiones netas de deuda en los mercados internacionales se situaron en 2,04 billones de dólares en 2017, un 21,4% menos que en 2016. Por sectores, las emisiones de deuda corporativa aumentaron un 9,9%, hasta los 1,44 billones de dólares, mientras que las de bonos soberanos descendieron de forma notable (un 53%, hasta los 599.000 millones de dólares), sobre todo en EE. UU. Las emisiones netas descendieron en todas las regiones consideradas (véase gráfico 1.1.10).

En EE. UU., el volumen acumulado de emisiones netas en el año cayó hasta los 800.000 millones de dólares (1,20 billones en 2016). La reducción se concentró en la deuda pública debido a las limitaciones vinculadas al techo de la deuda. Por el contrario, en el sector privado las emisiones aumentaron un 20,6% con respecto al año anterior hasta situarse en 808.000 millones de dólares, ya que las corporaciones aprovecharon las buenas condiciones de financiación existentes ante la expectativa de endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal.

En Europa, las emisiones netas de deuda se situaron en 155.000 millones de dólares (27.000 millones menos que en 2016). Las emisiones soberanas registraron un descenso y se situaron en 71.000 millones de dólares (40.000 millones menos que en 2016). En el sector privado, el entorno de tipos de interés reducidos, que siguió incentivando la financiación a través de los mercados, y la mejora en las perspectivas del sector financiero propiciaron que las emisiones netas de deuda en este sector volvieran a ser positivas en el segundo semestre del año por primera vez desde 2014, si bien en términos anuales continuaron siendo negativas. Por su parte, aunque las empresas no financieras aumentaron las emisiones brutas, el mayor volumen de vencimientos hizo que, en términos netos, el importe acumulado en el año fuese de 139.000 millones de dólares, 20.000 millones menos que en 2016.

Emisiones netas de renta fija internacionales

GRÁFICO 1.1.10

Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

Fuerte revalorización en las bolsas internacionales basada en el dinamismo de la actividad, en un marco de volatilidad en mínimos históricos

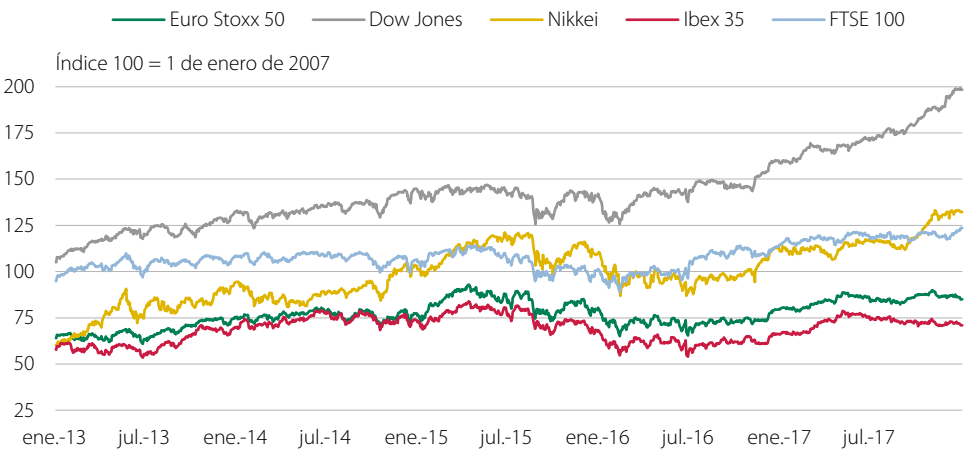
En el conjunto del año los principales índices bursátiles registraron importantes avances apoyados, en general, por la solidez de la expansión económica a nivel global en un contexto de ausencia de presiones inflacionistas y un entorno de tipos de interés bajos. Las mayores ganancias se produjeron en EE. UU., donde los índices se revalorizaron entre un 19% y un 28% debido, en gran medida, a la buena situación del mercado laboral y a las perspectivas generadas por una reforma fiscal de la que se espera un efecto positivo en la cuenta de resultados de las corporaciones estadounidenses. En las bolsas europeas los aumentos fueron más moderados, ya que oscilaron entre el 6,5% y el 13,6%. En el rango inferior se situaron el índice británico FTSE 100, que avanzó un 7,6% en un contexto de débil crecimiento económico e incertidumbre en torno al proceso de negociación del *brexit*, y el Ibex 35, con una revalorización del 7,4%.

Las revalorizaciones generalizadas de los principales índices bursátiles vinieron acompañadas de unos niveles de volatilidad históricamente reducidos, que en el transcurso de 2017 oscilaron entre el 5% y el 15% en el caso del Eurostoxx 50 y del Dow Jones (véase gráfico 1.1.12). En los valores del Ibex 35, la volatilidad alcanzó el 20% en octubre y, aunque este registro no es elevado en comparación con la media histórica, se desmarcó transitoriamente de la volatilidad del resto de las bolsas

europeas debido a las tensiones políticas domésticas existentes. En diciembre la volatilidad del Ibex 35 se redujo nuevamente hasta niveles próximos al 10%.

Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.1.11



Fuente: Thomson Datastream.

Los mercados de renta variable: rentabilidad

CUADRO 1.1.1

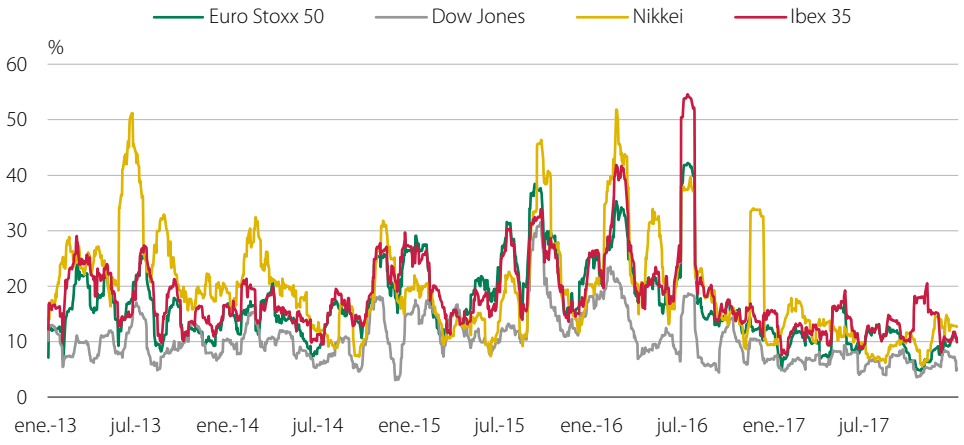
Bolsa	Índice	Var.[1] (%)				
Países desarrollados		**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
EE. UU.	Dow Jones Ind. A.	26,5	7,5	-2,2	13,4	25,1
EE. UU.	Nasdaq Composite	38,3	13,4	5,7	7,5	28,2
EE. UU.	S&P 500	29,6	11,4	-0,7	9,5	19,4
Japón	Nikkei	56,7	7,1	9,1	0,4	19,1
Reino Unido	FTSE 100	14,4	-2,7	-4,9	14,4	7,6
Zona del euro	Euro Stoxx 50	17,9	1,2	3,8	0,7	6,5
Euronext	Euronext 100	19,0	3,6	8,0	3,0	10,6
Alemania	Dax 30	25,5	2,7	9,6	6,9	12,5
Italia	Mib 30	16,6	0,2	12,7	-10,2	13,6
España	Ibex 35	21,4	3,7	-7,2	-2,0	7,4
Latinoamérica y Asia						
Argentina	Merval	88,9	59,1	36,1	44,9	77,7
Brasil	Bovespa	-15,5	-2,9	-13,3	38,9	26,9
Chile	IGPA	-13,5	3,5	-3,8	14,2	35,0
México	IPC	-2,2	1,0	-0,4	6,2	8,1
Perú	IGBL	-23,6	-6,1	-33,4	58,1	28,3
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	0,7	-4,8	2,4	3,3	21,8
Hong Kong	Hang Seng	2,9	1,3	-7,2	0,4	36,0
China	Shangai Composite	-6,7	52,9	9,4	-12,3	6,6

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

Las volatilidades implícitas de las bolsas internacionales también se mantuvieron en niveles reducidos. Sin embargo, estos niveles contrastaron con el alto coste de las coberturas frente a movimientos extremos en los precios de la renta variable. En el caso del S&P 500, el VIX se situó en mínimos históricos (10%), mientras que el

índice SKEW, que está basado en la volatilidad implícita de las opciones que ofrecen cobertura ante movimientos extremos, ha seguido una tendencia creciente desde 2016 y se encuentra en niveles elevados (130%). Esto sugiere que, pese a la calma relativa de los mercados de renta variable, bien ciertos cambios en los factores que, como el nivel de los tipos de interés, condicionan el apetito por el riesgo de los inversores o bien el aumento de las tensiones geopolíticas podría desencadenar ajustes significativos de precios en los mercados financieros.

Volatilidad histórica[1] de los principales índices bursátiles GRÁFICO 1.1.12



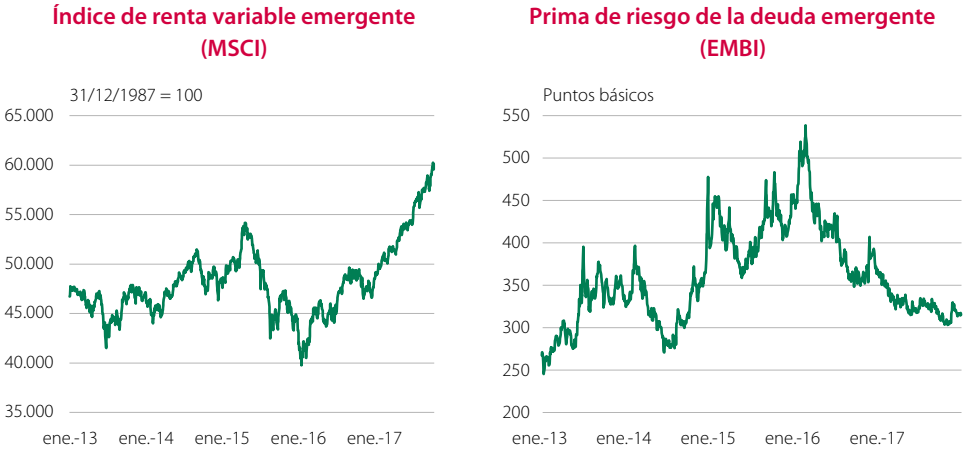
Fuente: Thomson Datastream. (1) La volatilidad histórica del índice en el día t está calculada como la desviación típica de los rendimientos diarios del índice en las 20 sesiones anteriores a t.

El buen comportamiento de la mayoría de economías emergentes durante la primera mitad del año pasado, con sorpresas positivas en las tasas de crecimiento de China, Rusia y algunos países emergentes europeos, permitió que se produjeran avances importantes en los precios de sus mercados bursátiles y reducciones notables en las primas de riesgo. Así, en el conjunto de 2017 el índice MSCI de renta variable emergente se revalorizó un 27,8% y la prima de riesgo retrocedió 54 p.b., de forma que a finales de diciembre esta se situaba en 311 p.b. (véase gráfico 1.1.13).

Los mercados bursátiles emergentes mostraron, en general, notables avances durante 2017. En Latinoamérica el índice brasileño Bovespa se revalorizó un 26,9%, si bien los aumentos de precios se concentraron en el tercer trimestre (18,1%) tras el retorno de las tasas de crecimiento económico a terreno positivo y ante la expectativa de que se aprobase un conjunto de reformas percibidas de forma favorable por el mercado. En Asia, donde se observaron ganancias importantes en la mayoría de los índices de renta variable, el Shanghai Composite se situó en el rango inferior, con un avance del 6,6% entre enero y diciembre. Por su parte, el índice ruso (RTS Index) siguió una trayectoria irregular a lo largo del año, con descensos del 13,1% durante la primera mitad, que reflejaron las dudas sobre la evolución del precio del petróleo y el impacto de las sanciones económicas internacionales, y avances del 15,3% en el segundo semestre, por lo que el avance acumulado en 2017 se situó en 0,2%.

En cuanto a la contratación de instrumentos de renta variable, los datos de la Federación Mundial de Bolsas y de la Federación Europea de Bolsas muestran una evolución heterogénea entre las distintas bolsas y plataformas. Así, en EE. UU. y en las plataformas europeas BATS Europe y Turquoise se produjeron descensos de la contratación, mientras que en Euronext y en Deutsche Börse se observaron avances. En London Stock Exchange y en BME el volumen de negociación en 2017 fue similar al del año anterior.

Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes GRÁFICO 1.1.13



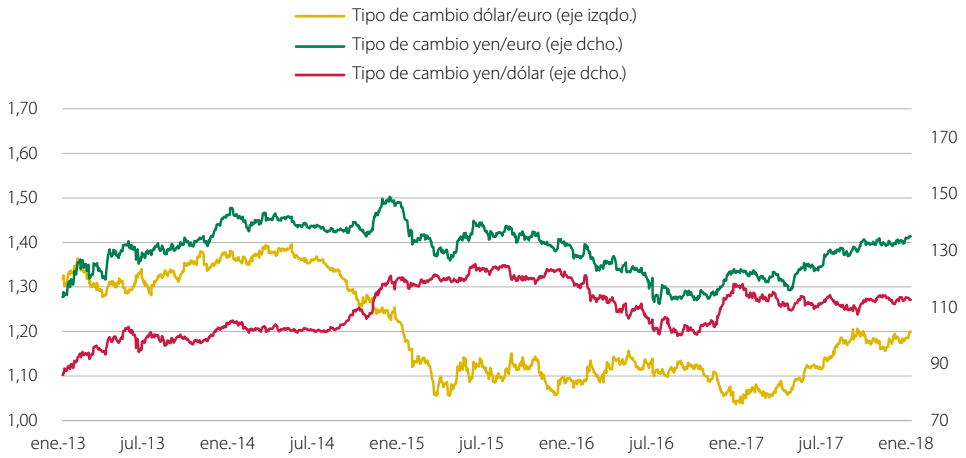
Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

Las bolsas siguieron esta senda expansiva en las primeras semanas de 2018, pero a inicios de febrero la publicación de un dato de salarios más elevado de lo previsto en EE. UU. dio lugar a una revisión en las expectativas de inflación de aquella economía y, en consecuencia, en el proceso de subidas de los tipos de interés. Estos hechos, combinados con los anuncios de medidas proteccionistas emitidos por la Administración estadounidense, provocaron fuertes caídas en las cotizaciones bursátiles de las bolsas de aquel país, junto con un repunte significativo de la volatilidad, que se extendió a otras bolsas europeas y asiáticas. En este contexto, el indicador de volatilidad VIX alcanzó máximos del 37%, que no se observaban desde el verano de 2015. Este repunte pudo verse amplificado por la operativa creciente de fondos de inversión apalancados que negocian volatilidad. A este aumento de la volatilidad lo siguieron un descenso casi inmediato y otro aumento posterior a principios de marzo, que estaría asociado a una materialización parcial de los riesgos relacionados con las medidas proteccionistas en EE. UU., en un entorno que parece anunciar un periodo de mayor variabilidad en el futuro inmediato.

El euro se apreció de forma significativa respecto a las principales divisas en 2017

En los mercados de cambios, el euro se apreció de forma significativa respecto a las principales divisas en 2017 debido, en parte, a la solidez de la expansión económica de la zona. En relación con el dólar, el tipo de cambio, que había iniciado el ejercicio en 1,05 dólares por euro, empezó a apreciarse con más fuerza desde mediados de año, para finalizarlo en torno a 1,20. Esta evolución puso fin a la tendencia depreciatoria que, de forma irregular, se había iniciado en 2014. La evolución del tipo de cambio del euro respecto al yen siguió un patrón similar al del dólar/euro a lo largo del año, aunque la apreciación de la moneda europea fue algo más moderada en este caso. Así el tipo de cambio yen/euro se situó en 135 en diciembre (123,4 a finales de 2016), coincidiendo con una ligera apreciación del yen respecto al dólar.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen GRÁFICO 1.1.14



Fuente: Thomson Datastream.

1.1.3 Perspectivas y riesgos

Los últimos pronósticos del FMI correspondientes al mes de abril indican que el crecimiento global se acelerará aún más en 2018, pues llegará al 3,9%, una tasa que se mantendría en 2019. Estas previsiones son similares a las publicadas en enero de este año y dos décimas superiores a las de su informe de octubre del año pasado. En el caso de las economías avanzadas, se produjo una revisión al alza de dos décimas en el crecimiento global esperado para este año, que se situaría en el 2,5% (2,3% en 2017). Buena parte de esta revisión se debe a la importante reforma fiscal adoptada en EE. UU., donde la tasa de crecimiento será próxima al 3% este año. La zona del euro crecerá un 2,4% en 2018 (2,2% en 2019), 2 décimas más que en el último pronóstico por el mayor dinamismo de las economías más importantes, entre ellas, la española. Las economías emergentes y en desarrollo avanzarán un 4,9% este año y un 5,1% el año que viene, unos registros que fueron revisados ligeramente al alza.

Entre los riesgos más relevantes que se ciernen sobre este escenario cabe señalar un posible repunte de la inflación, en el caso, por ejemplo, de que la reforma fiscal de EE. UU. o el dinamismo de la actividad, en general, acaben teniendo un efecto más pronunciado del previsto sobre los precios. En general, un escenario de mayor inflación puede repercutir en la política monetaria y dar lugar a incrementos más elevados o más tempranos de los tipos de interés, que pueden tener consecuencias considerables en los mercados financieros[4]. Otros riesgos están relacionados con la posible acumulación de desequilibrios financieros que se derivan del entorno prolongado de tipos de interés tan reducidos, especialmente en la zona del euro. Es posible que, con el fin de obtener mayores rentabilidades, algunos participantes en los mercados hayan adquirido una proporción de activos de alto riesgo que no sería adecuada a su perfil inversor, siendo estos inversores más sensibles ante potenciales episodios de volatilidad o de pérdidas de liquidez. Finalmente, persisten algunas incertidumbres de naturaleza política, como, por ejemplo, las relacionadas con el *brexit*, así como otros potenciales conflictos geopolíticos, que pueden dar lugar a momentos de estrés en los mercados.

4 De hecho, en los primeros días de febrero de 2018, ya se produjo un episodio de volatilidad en los mercados de renta variable internacionales por un cambio en las expectativas de inflación en EE. UU.

1.2 Entorno nacional

El entorno macroeconómico nacional fue favorable en 2017, pues el PIB continuó creciendo a buen ritmo al igual que el empleo, la inflación fue descendiendo progresivamente tras los máximos iniciales del año y el déficit público también se redujo hasta tasas cercanas al 3% del PIB, favorecido no solo por el dinamismo de la actividad sino también por el notable ahorro en el gasto por intereses de la deuda. La incertidumbre generada por la crisis política en Cataluña no tuvo un impacto significativo sobre la actividad de la economía española ni generó un aumento del estrés en los mercados financieros, aunque sí repercutió en las cotizaciones bursátiles durante los últimos meses de 2017.

En este contexto, el PIB se incrementó un 3,1% en 2017, 0,6 p.p. por encima del registro de la zona del euro, en un ejercicio de mayor sincronía en cuanto a crecimiento entre las economías avanzadas y las emergentes. La prolongación de la expansión económica permitió que el número de empleados aumentara en una cifra próxima a 500.000, por lo que la tasa de paro, aunque aún elevada, finalizó 2017 en el 16,55% de la población activa, 2 puntos menos que en 2016. La situación patrimonial de los hogares continuó mejorando como consecuencia del aumento de sus rentas y la disminución de sus deudas, pero la tasa de ahorro descendió de forma significativa, un hecho que en parte responde al pequeño aumento de la remuneración por asalariado. Los bancos continuaron teniendo ciertas dificultades para incrementar su rentabilidad debido al reducido nivel de los tipos de interés, pero se observó una incipiente recuperación del crédito en algunos segmentos.

Los mercados de deuda experimentaron pocas variaciones en 2017, con unos tipos de interés en mínimos históricos como consecuencia de la política monetaria adoptada por el BCE y unas emisiones de instrumentos de renta fija en descenso, debido tanto al proceso de desapalancamiento de las empresas españolas como al aumento de las emisiones en mercados foráneos. La prima de riesgo de la deuda española osciló entre los 95 p.b. y los 153 p.b. en el año (114 p.b. en diciembre) y no mostró variaciones pronunciadas en los momentos de mayor incertidumbre en Cataluña. Además, en los primeros días de enero la deuda pública recibió una mejora en su calificación crediticia que incidió positivamente en su rentabilidad y en la prima de riesgo. Las primas de los emisores del sector privado mostraron una evolución similar a la de la deuda pública en 2017.

En los mercados de renta variable, el Ibex 35 experimentó una revalorización del 7,4% favorecido por el dinamismo de la economía, en un entorno de bajísima volatilidad y de estabilidad en los volúmenes negociados. Este registro fue inferior al de otras bolsas europeas debido a los peores datos de las cotizaciones de la bolsa española en los últimos meses del año, fundamentalmente como consecuencia de la crisis política en Cataluña. La actividad en los mercados primarios fue positiva, al igual que las condiciones de liquidez. En febrero de 2018 la bolsa española sufrió un rebrote de volatilidad originado en EE. UU., que, en principio, parece haber sido de carácter temporal, si bien no se descartan nuevos episodios de turbulencias.

1.2.1 Entorno económico

La economía española siguió creciendo por encima del 3% en 2017, pero se redujo el diferencial respecto a la zona del euro

En 2017, la tasa de crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 3,1%, apenas 2 décimas menos que en 2016, con lo que se prolongaba la senda expansiva que se inició en 2014. El avance de la actividad doméstica fue superior al de la zona del euro (2,5%), pero la diferencia se redujo respecto a los registros de 2016 (pasó de 1,5 p.p. a 0,6 p.p.) debido a la intensa recuperación de las economías europeas durante el año pasado.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se incrementó progresivamente en 2017, y pasó desde los 2,5 p.p. en 2016 hasta los 2,8 p.p. Por el contrario, la contribución del sector exterior al crecimiento fue disminuyendo durante el ejercicio, para finalizar el último trimestre en terreno negativo (0,3 p.p. de media anual, frente a 0,7 p.p. en 2016). Los componentes de la demanda interna mostraron una aceleración del consumo público entre 2016 y 2017 (pasó del 0,8% al 1,6%) y de la formación bruta de capital fijo (del 3,3% al 5%), mientras que el consumo privado experimentó una desaceleración de medio punto, hasta situarse en el 2,4%. En cuanto a los componentes del sector exterior, las exportaciones crecieron de media anual más que en 2016 (5% en 2017 frente al 4,8% en 2016) pero la mayor aceleración de las importaciones (del 2,7% al 4,7%) hizo que la contribución del sector exterior al crecimiento fuera disminuyendo progresivamente hasta valores ligeramente negativos.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron avances en el sector de la construcción, cuyo valor añadido creció un 4,9% en 2017, muy por encima del avance de 2016 (1,9%), y, en menor medida, en el sector industrial (incluida la rama de la energía), que mostró una ligera aceleración (del 3,6% al 3,7%). En cambio, en el sector de los servicios y en las ramas primarias se registraron avances inferiores en 2017. En el caso de los servicios, el valor añadido se incrementó un 2,6% (3% en 2016) y en las ramas primarias, este avance fue del 3,7% (6,9% en 2016).

Indicadores de la economía española CUADRO 1.2.1

	2013	2014	2015	2016	2017
PIB	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1
Consumo privado	-3,2	1,5	3,0	2,9	2,4
Consumo público	-2,1	-0,3	2,1	0,8	1,6
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-3,4	4,7	6,5	3,3	5,0
bienes de equipo	4,9	6,0	11,6	4,9	6,1
Exportaciones	4,3	4,3	4,2	4,8	5,0
Importaciones	-0,5	6,6	5,9	2,7	4,7
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,5	-0,5	-0,4	0,7	0,3
Empleo[1]	-3,4	1,0	3,2	3,0	2,8
Tasa de paro (% población activa)	26,1	24,4	22,1	19,6	17,2
Índice de precios de consumo	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	2,0
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,5	1,1	1,1	1,9	1,9
Saldo AA. PP. (% PIB)[2]	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Comisión Europea y Thomson Datastream. Tasas de variación anuales salvo indicación expresa en contra. (1) En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (2) Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017 por una cuantía del 0,5%, 0,1%, 0,1%, 0,2% y 0,04 del PIB, respectivamente.

La tasa de inflación, que comenzó el año 2017 con tasas interanuales del 3% por el repunte de los precios de la energía, se fue reduciendo en los meses posteriores hasta situarse en el 1,1% en diciembre, a medida que la tasa energética se fue normalizando[5]. La tasa subyacente, que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos frescos, se incrementó ligeramente desde el 1,1% hasta el 1,4% en julio, para retomar una senda descendente en el tramo final del año y finalizarlo en el 0,8%. Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro, que comenzó el ejercicio 2017 por encima de 1 p.p., lo finalizó en valores ligeramente negativos (-0,1 p.p.), con lo que el diferencial medio anual se situó en 0,5 p.p. (-0,6 p.p. en 2016).

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera un 2,8% en 2017, solo unas décimas por debajo del avance de los 2 últimos ejercicios (3,2% en 2015 y 3% en 2016). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 490.000 (1,86 millones en los últimos 4 años) y que la tasa de paro descendió hasta el 16,55% en el cuarto trimestre (18,6% a finales de 2016). Además, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios siguió siendo negativa en 2017, aunque algo menos que en 2016, pues el aumento en la productividad aparente del trabajo (0,23% de media en el año) fue superior al de la remuneración por asalariado (0,14%).

Las finanzas del sector público mejoraron sensiblemente en 2017 como consecuencia de la recuperación de la economía, así como de la fuerte disminución del gasto por intereses de la deuda. Estos factores permitieron que el déficit público finalizara el año en el 3,11% del PIB[6], 1,22 p.p. menos que en 2016, en línea con el objetivo fijado por el Gobierno. Todas las Administraciones que presentaban necesidades de financiación redujeron su importe, destacando la disminución del déficit del Estado, que pasó del 2,7% en 2016 al 1,9% en 2017 y registró superávit primario por primera vez en 10 años, y el de las comunidades autónomas (CC. AA.), que se situó en el 0,32% (0,84% en 2016). También disminuyó, aunque en menor medida, el déficit de los fondos de la seguridad social, que pasó del 1,59% al 1,48%. Por su parte, las corporaciones locales mantuvieron su superávit prácticamente sin cambios en 2017, cerca del 0,60% del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 98,3% del PIB a finales de año, por lo que registra pocas variaciones desde mediados de 2014.

La capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo se mantuvo estable en 2017 en valores cercanos al 2% del PIB

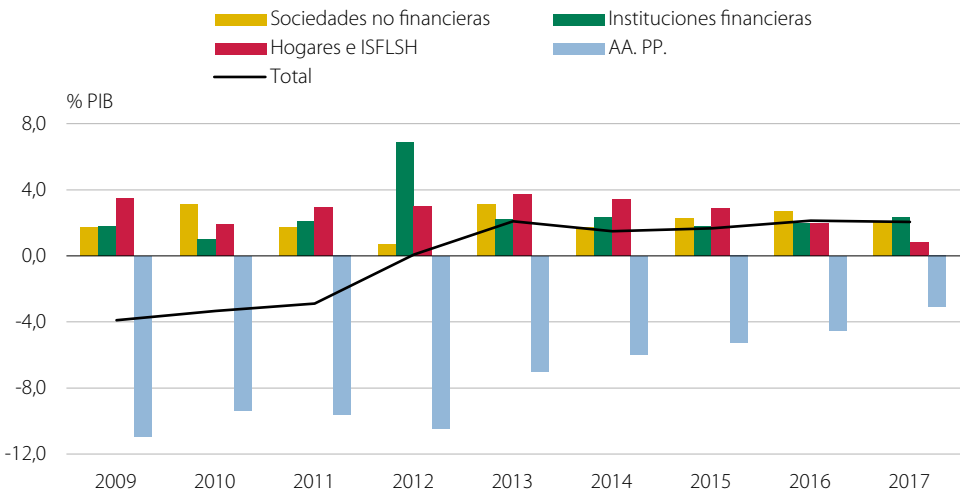
En 2017 la tasa de ahorro de la economía española registró un aumento similar al de la inversión en activos no financieros, lo que hizo que la capacidad de financiación agregada se mantuviera en niveles muy parecidos a los de 2016 (en torno al 2% del PIB). Por sectores, cabe señalar el descenso, por quinto año consecutivo, de la necesidad de financiación de las Administraciones públicas (AA. PP.), en línea con la disminución del déficit público. Con datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercero de 2017, la necesidad de financiación de este sector se situó en el 3,1% del PIB (4,5% en 2016). El resto de los sectores de la economía, todos ellos con

5 La tasa de variación interanual de los precios de la energía pasó del 17,5% en enero, condicionada además por el reducido nivel de los precios del petróleo un año antes, hasta el 2,6% en diciembre.

6 La cifra de déficit público se sitúa en el 3,07% del PIB si se excluye el importe de las ayudas a las entidades de crédito.

capacidad de financiación, registraron variaciones menos pronunciadas en esta magnitud entre 2016 y 2017. En el caso de los sectores no financieros (sociedades y hogares), se observaron descensos (del 2,7% del PIB al 2% en el caso de las sociedades y del 2% al 0,8% en el de los hogares), mientras que las instituciones financieras mostraron un incremento, desde el 2% del PIB hasta el 2,3%.

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española[1] GRÁFICO 1.2.1



Fuente: Banco de España. (1) Los datos de 2017 son acumulados de cuatro trimestres hasta septiembre.

Continúa la mejora de la situación patrimonial de los hogares, pero su ahorro se sitúa en niveles muy reducidos

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan que tanto su tasa de ahorro como las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron descendiendo en 2017. El descenso de la tasa de ahorro, que pasó del 7,7% de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2016 hasta el 6% en el tercer trimestre de 2017, se explica por el dinamismo del consumo agregado en un contexto de escaso aumento de la remuneración por asalariado. En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 104,9% de la RBD a finales de 2016 hasta el 99,8% en septiembre de 2017, se produjo tanto una disminución en el nivel de las deudas como un incremento en el nivel de renta disponible agregada. La ratio de carga financiera se redujo levemente (desde el 12% de la RBD hasta el 11,6%) por la estabilidad del coste medio de la deuda en un marco de rentas crecientes[7]. La riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2017 (desde el 528% del PIB hasta el 544%) debido a la revalorización de los activos inmobiliarios. La riqueza financiera, en términos del PIB, se mantuvo estable en el año.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron al 2,6% del PIB en 2017 (2,5% en 2016), con lo que se mantienen las grandes tendencias que se

7 El hecho de que el marco de las rentas sea creciente y la remuneración por asalariado se haya estancado se explica porque las primeras se calculan como la suma de las rentas de todos los asalariados, cuyo número ha crecido significativamente en los últimos años, mientras que la segunda corresponde a la evolución de la remuneración por cada individuo.

suceden desde 2013: disminución de la inversión en depósitos a plazo y en renta fija (un 5,7% del PIB) a consecuencia de su escasa rentabilidad y adquisición de activos más líquidos (5,3% del PIB) y en fondos de inversión (2,6% del PIB). En el caso de los fondos de inversión, es importante señalar que los inversores están mostrando una preferencia muy marcada por las categorías de mayor riesgo: de hecho, la información al cierre de 2017 revela que las categorías más conservadoras registraron reembolsos netos por un importe superior a los 7.200 millones de euros, mientras que las categorías de mayor riesgo recibieron un volumen significativo de recursos (más de 30.000 millones de euros en conjunto). Entre estas últimas cabe destacar el importe de las suscripciones en fondos globales (más de 13.000 millones de euros) y en fondos de retorno absoluto, renta variable mixta y renta variable internacional, con importes que oscilan para cada categoría entre los 4.200 y los 5.500 millones de euros.

1.2.2 Entorno financiero

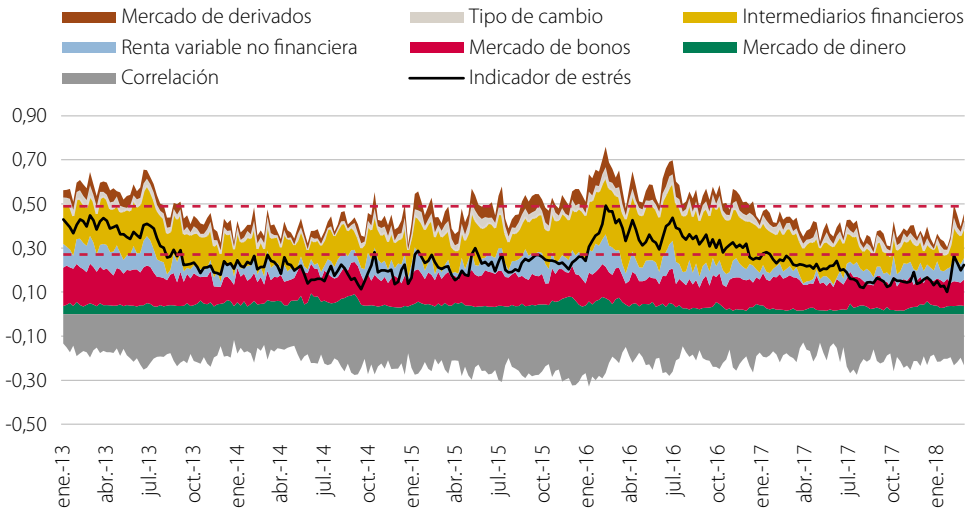
El indicador de estrés de los mercados financieros permaneció todo el año en niveles muy reducidos, sin sobresaltos significativos

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se mantuvo en niveles muy reducidos prácticamente todo el ejercicio, situándose en 0,15 a finales de diciembre (por debajo de 0,27 se considera que el estrés es bajo). El indicador no mostró repuntes significativos en ninguno de los momentos de mayor incertidumbre del año como, por ejemplo, los relacionados con el proceso de resolución de Banco Popular o con la crisis política en Cataluña[8]. En general, el nivel de estrés más elevado se ha venido produciendo en el segmento de la renta fija debido a los repuntes puntuales de volatilidad y a la pérdida de liquidez de estos instrumentos. Cabe señalar que este indicador de estrés se basa en la información sobre primas de riesgo, volatilidad, liquidez y, también, caídas abruptas en los precios. Por ello, mide el estrés actual en el mercado, que —como en el resto de Europa y en otras economías avanzadas— es muy reducido, pero no pronostica su futuro.

En los primeros días de febrero de 2018, el nivel de estrés de los mercados financieros españoles registró un repunte notable situándose en 0,27, el límite que separa el nivel de estrés bajo y medio. El origen fue un episodio de turbulencias que se inició en los mercados de renta variable estadounidenses, en los que la fortaleza del empleo y el aumento de los salarios originaron un cambio en las expectativas de inflación de aquella economía y, en consecuencia, en el proceso esperado de subidas de los tipos interés. Estos hechos repercutieron en las bolsas europeas, que acusaron fuertes caídas de las cotizaciones e incrementos significativos de la volatilidad. El indicador de estrés de los mercados financieros españoles mostró así repuntes en los segmentos de renta variable, derivados y tipos de cambio.

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

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles[1] GRÁFICO 1.2.2



Fuente: CNMV. (1) Véase nota al pie n.º 8.

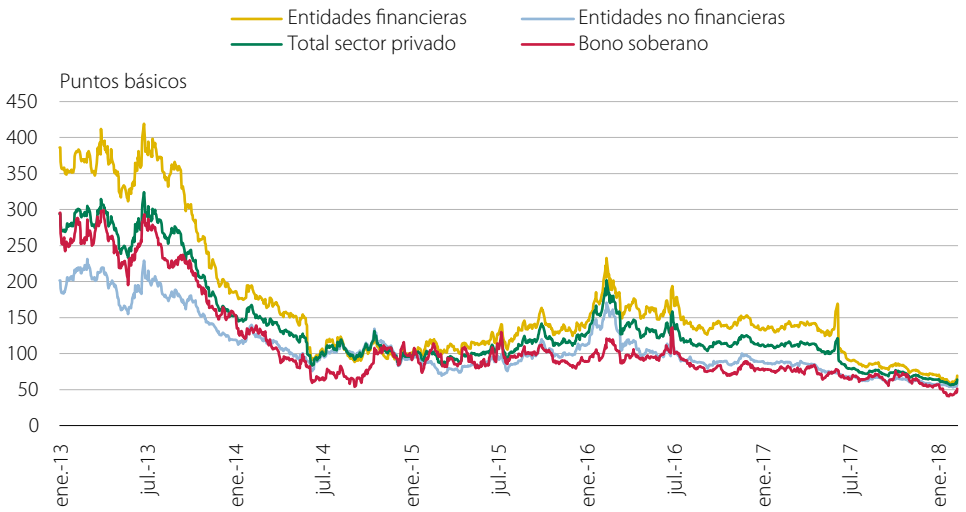
En los mercados de deuda, las rentabilidades de los activos y las primas de riesgo se mantuvieron en niveles muy reducidos por la política monetaria del BCE

En los mercados de deuda nacionales, los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo volvieron a descender en 2017 hasta alcanzar nuevos mínimos históricos, pues sus movimientos siguieron la línea de la política monetaria acomodaticia del BCE, cuyos tipos oficiales permanecieron en mínimos históricos. A finales de diciembre, los tipos de interés de las letras a 3, 6 y 12 meses se situaron en el -0,62%, el -0,54% y el -0,47% respectivamente, por debajo de los valores del cierre de 2016 (-0,56%, -0,36% y -0,29% respectivamente). Por su parte, los tipos a medio y largo plazo mostraron leves incrementos temporales en los primeros meses del año por las incertidumbres políticas derivadas de varios procesos electorales en Europa. La crisis política en Cataluña dio lugar a otro leve incremento, pero en el tramo final del año la confirmación del tono de la política monetaria acomodaticia por parte del BCE, que decidió mantener su programa de compras de deuda pública (el denominado PSPP, por sus siglas en inglés), así como la moderación de la incertidumbre política, permitieron que los tipos se redujeran. Así, a finales de 2017, la rentabilidad del bono de deuda pública a 10 años se situaba en el 1,57%, apenas 18 p.b. por encima de la cifra de finales de 2016 (1,39%).

La prima de riesgo de crédito soberano mostró leves repuntes en los primeros meses del año, como consecuencia de las incertidumbres mencionadas con anterioridad, y marcó un máximo anual de 153 p.b. en febrero. Después disminuyó de forma notable hasta alcanzar un mínimo inferior a 100 p.b. en julio y, ya en el tramo final del año, experimentó ciertos altibajos relacionados con la crisis en Cataluña pero finalizó el ejercicio en 114 p.b., 4 p.b. menos que a finales de 2016. El comportamiento de las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía fue algo más favorable que el del sector público, destacando las entidades financieras, cuya prima de riesgo se redujo prácticamente durante todo el año. Estos indicadores se beneficiaron del fortalecimiento de los balances de las compañías en un entorno de gran dinamismo de la actividad y también de los programas de compra de deuda del BCE. Así, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a finales de diciembre en 70 p.b., por debajo de los 136 p.b. del inicio del año y la media de

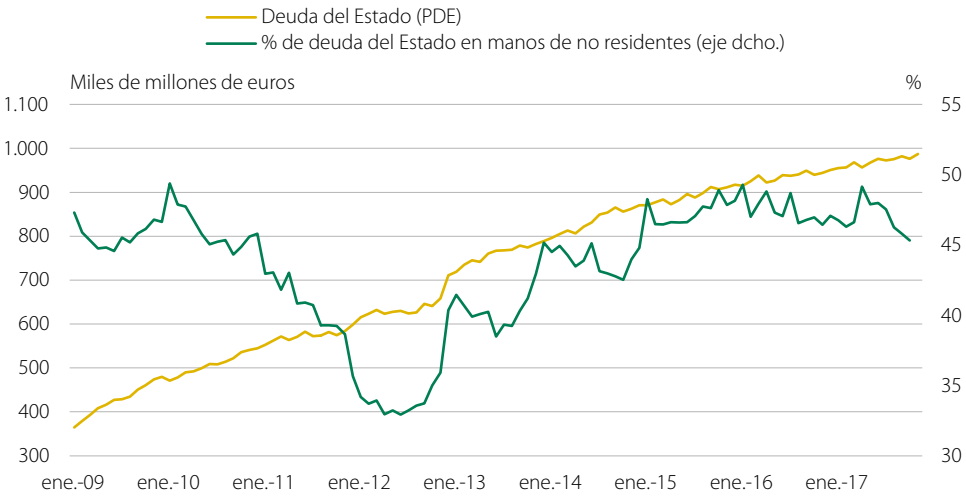
los de las entidades no financieras quedaba en 58 p.b., su mínimo anual, frente a los 89 p.b. de comienzos del ejercicio.

Prima de riesgo de los emisores españoles[1] GRÁFICO 1.2.3



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

Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes GRÁFICO 1.2.4



Fuente: Banco de España.

En un contexto todavía favorable para la emisión de activos de renta fija, gracias a las caídas de las primas de riesgo y a la continuidad de los programas de compras del BCE, las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV y las realizadas en el exterior siguieron pautas distintas durante el ejercicio. Mientras que las primeras descendieron un 21,3% en el conjunto del año, hasta los 109.500 millones de euros, las segundas aumentaron un 44,7%, hasta alcanzar los 84.771 millones (representan ya el 44% de las emisiones totales). No obstante, en el cuarto trimestre se apreció una reactivación de las emisiones registradas en la CNMV, gracias a varias emisiones de bonos de titulización de importes significativos, así como por una emisión de bonos de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) por un importe superior a 10.000 millones de euros.

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que está destinado principalmente a la financiación de pymes mediante la emisión de títulos de renta fija y se enfoca a inversores institucionales, siguió en expansión en 2017. El importe nominal emitido el año pasado se situó cerca de los 3.970 millones de euros, lo que supone un aumento del 80% con respecto al registro de 2016. La mayor parte de este importe correspondió a emisiones de pagarés (92%) realizadas por 23 sociedades, entre ellas algunas grandes compañías como El Corte Inglés, Sacyr y Tubacex. La negociación de valores admitidos a contratación en el MARF siguió realizándose mayoritariamente de forma bilateral.

El entorno de tipos de interés reducidos sigue lastrando la rentabilidad de los bancos, pero empieza a apreciarse una cierta reactivación del crédito

Los bancos continuaron operando en un contexto complejo como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés, que presiona a la baja la rentabilidad de estas entidades. El dinamismo de la actividad económica continúa siendo un factor favorable para el sector financiero en España. De hecho, la aparición de proyectos de inversión atractivos y el buen tono del consumo privado están favoreciendo la recuperación del crédito. Sin embargo, el volumen de activos improductivos continúa siendo elevado[9] y, como en el resto de las economías europeas, se detecta una cierta sobrecapacidad, así como una variedad de retos latentes, algunos de los cuales están relacionados con el desarrollo de las nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas (*fintech*).

La cuenta de resultados de las entidades de crédito en relación con sus negocios en España mostró unas pérdidas cercanas a los 5.000 millones de euros entre enero y septiembre de 2017 (8.289 millones de beneficio en 2016) como consecuencia de las pérdidas de Banco Popular, superiores a los 12.000 millones de euros, después de su resolución por la Junta Única de Resolución (JUR) en junio. Al margen de este hecho, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés tan reducidos (el margen de intereses se situó en 17.660 millones de euros en 2017 frente a 18.187 millones en 2016) y por el elevado —aunque en descenso— volumen de activos improductivos.

La financiación bancaria al sector no financiero residente[10] (empresas y hogares) mostró un ligero avance en 2017 en el caso de las empresas (0,4%) y un descenso en el caso de los hogares (-0,8%), aunque este último fue menos acusado que en años anteriores (-1,3% en 2016 y -2,1% en 2015). Respecto a la financiación a las sociedades no financieras, cabe señalar que, aunque de cuantía reducida, no se observaban avances significativos desde el año 2009[11]. En lo que respecta a los hogares, la moderación de la caída del crédito se debió tanto al menor retroceso de los préstamos para la adquisición de vivienda (-2,8% en 2017 frente a -3% en 2016) como a la intensificación del crédito al consumo (6,4% en 2017 frente a 4,2% en 2016). En la zona del euro, el crédito a las empresas avanzaba un 1,9% en diciembre, mientras que el de hogares lo hacía un 3,2%.

---

9 La ratio de morosidad se situó en el 7,8% del crédito total en diciembre de 2017 (9,1% en 2016).

10 Esta financiación incluye préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos del exterior y valores distintos de acciones.

11 A finales de 2010 y principios de 2011, así como a mediados de 2016 la financiación a las empresas registró temporalmente avances que en ningún caso fueron superiores al 0,8%.

El tamaño del sector bancario, en términos del volumen agregado de activos por su actividad en España, se mantuvo estable en 2017 en 2,65 billones de euros, con lo que se interrumpió la tendencia descendente iniciada en 2013. Algunas de las fuentes de financiación más importantes como, por ejemplo, la deuda o la que procede del Eurosistema[12], mostraron avances, mientras que otras, como los depósitos de los hogares y las empresas residentes, registraron descensos. El patrimonio neto de los bancos permaneció estable en valores ligeramente superiores a los 360.000 millones de euros.

Los beneficios de las sociedades cotizadas no financieras se incrementaron significativamente en 2017 y de forma generalizada entre sectores

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 31.538 millones de euros en 2017, más del doble que en 2016. Todos los sectores, salvo el industrial, mostraron avances en sus cuentas de resultados en sintonía con el dinamismo de la actividad económica doméstica, destacando el comportamiento de las empresas del comercio y los servicios, cuyos beneficios se incrementaron desde los 63 millones de euros en 2016 hasta los 14.625 millones en 2017[13]. El beneficio de las empresas energéticas aumentó un 10,5%, hasta los 9.759 millones, y el de las empresas del sector de la construcción e inmobiliario lo hizo aún más: un 54%, hasta los 5.267 millones. La evolución del negocio de las empresas industriales fue favorable en términos generales, pero la contracción de los resultados de algunas compañías[14] motivó que los beneficios agregados del sector se redujeran desde los 2.336 millones de euros en 2016 hasta los 1.920 millones en 2017 (véase cuadro 1.2.2).

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 1.2.2

Importes en millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2016	**2017**	**2016**	**2017**	**2016**	**2017**
Energía	13.101	11.621	10.735	10.344	8.828	9.759
Industria	3.807	3.273	3.173	2.474	2.336	1.920
Comercio y servicios	12.907	17.331	6.762	19.050	63	14.625
Construcción e inmobiliario	4.907	6.339	3.240	5.353	3.417	5.267
Ajustes	37	44	32	40	26	33
Total agregado	**34.685**	**38.520**	**23.878**	**37.181**	**14.618**	**31.538**

Fuente: CNMV.

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras se redujo levemente en 2017; en particular lo hizo un 0,2%, hasta los 252.605 millones de euros. Su

12 La financiación procedente del Eurosistema (descontando el importe de los programas de compra de deuda) se situaba a finales de 2017 en 164.000 millones de euros (139.000 millones en 2016).

13 La evolución de los resultados de Abengoa y, en menor medida, de Codere explica la mayor parte de la evolución del agregado.

14 Por ejemplo, Siemens, Duro Felguera o Almirall.

composición mostró un cambio significativo pues el nivel de las deudas a corto plazo disminuyó un 12,6%, hasta quedar cerca de los 46.000 millones de euros, mientras que las deudas a largo plazo crecieron un 3%, hasta situarse por encima de los 206.000 millones. La evolución del endeudamiento no fue homogénea entre sectores, pues se observó un incremento de las deudas de las empresas energéticas (de 5.159 millones de euros hasta 81.506 millones) y de las industriales (de 3.779 millones de euros hasta quedar cerca de 21.000 millones); por su parte, las empresas del comercio y los servicios y las del sector de la construcción y las inmobiliarias, que son las que están más apalancadas de media, siguieron reduciendo su nivel de deuda (un 7,6% y un 2,3%, respectivamente). Como consecuencia de estos movimientos, la ratio de apalancamiento del conjunto de las sociedades cotizadas, medida a través del cociente entre las deudas y el patrimonio neto, se redujo ligeramente desde 1,15 hasta 1,07, como resultado del leve incremento en las compañías energéticas y el descenso de las empresas comerciales y de servicios y, sobre todo, de las empresas de la construcción y de actividades inmobiliarias. La ratio de cobertura de la deuda, evaluada mediante el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, experimentó una mejoría notable (pasó de 7,3 a 6,6) pues el incremento del resultado fue mucho más intenso que el de las deudas.

El Ibex 35 creció un 7,4% en 2017 impulsado por el dinamismo de la actividad doméstica, pero en su evolución pesaron algunas incertidumbres internas

En los mercados de renta variable nacionales, el Ibex 35 comenzó el año con avances destacables —del 11,9% en el primer trimestre—, originados por la fortaleza de la actividad económica, y presentó ligeras caídas con posterioridad en un escenario de mayores incertidumbres. En el conjunto del año, este índice acumuló una revalorización del 7,4%, por debajo de la mayoría de las referencias europeas (véase sección 1.1). Por sectores, los mayores avances se produjeron en las empresas industriales y en las del sector de la construcción e inmobiliarias, mientras que los retrocesos se concentraron en las empresas energéticas, de consumo y de telecomunicaciones.

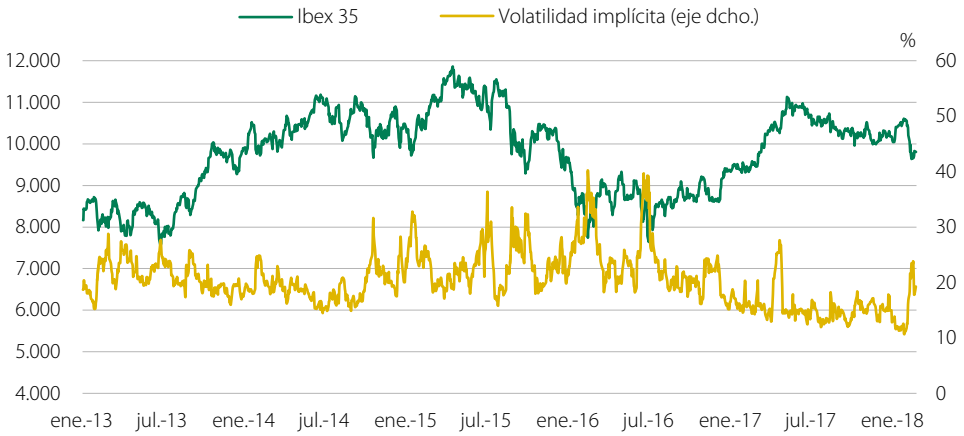
Las empresas de mediana capitalización se revalorizaron un 4%, por debajo del índice general, y destacó el fuerte crecimiento del valor de las acciones de las empresas de pequeña capitalización (un 31,4% en el año). A pesar de que estas entidades están expuestas en mayor medida a los riesgos de carácter nacional, se beneficiaron del buen comportamiento de la economía española y del sector exterior en el caso de las que tienen mayor vocación internacional. Por otro lado, los índices de valores latinoamericanos que cotizan en euros también presentaron incrementos notables en 2017 (los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top obtuvieron ganancias del 9% y el 7,3%, respectivamente) gracias a la recuperación de las cotizaciones de las compañías latinoamericanas, que se vieron favorecidas por el buen comportamiento del precio de las materias primas.

La capitalización de las bolsas creció por sexto año consecutivo hasta alcanzar un importe de 701.000 millones de euros, un 11% más que el año anterior. El avance se debió tanto a la revalorización de las cotizaciones de las acciones, como a la captación de fondos a través de las ampliaciones de capital y la incorporación de nuevas sociedades en los mercados españoles.

La volatilidad del Ibex 35 permaneció en valores muy reducidos todo el año y apenas experimentó cambios en los momentos de mayor incertidumbre. Como en otras bolsas de referencia internacionales, los registros de volatilidad se mantuvieron en

mínimos históricos en un contexto de bonanza económica que puede haber propiciado un cierto aumento de la complacencia entre los agentes. A finales de año, la volatilidad implícita del Ibex 35 se situaba en el 14%, muy por debajo de la media de los dos últimos ejercicios (24%) y de su media histórica. En este contexto de baja volatilidad, la negociación de valores españoles superó los 933.000 millones de euros en 2017 (un 6,3% más en términos anuales), de los que casi 635.000 millones correspondieron al mercado regulado español (cifras similares a las del mismo periodo del año anterior) y 299.000 millones a los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y mercados regulados competidores (56.900 millones más que en el año anterior). En esta parcela, cabe señalar que el peso relativo del mercado regulado español en la contratación total de los valores admitidos en él se recuperó en los últimos meses del ejercicio, con lo que se interrumpió la tendencia descendente de los últimos años.

Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita GRÁFICO 1.2.5



Fuente: Thomson Datastream.

En las primeras semanas de 2018 el Ibex 35 mostró revalorizaciones significativas hasta que se produjo el episodio de turbulencias en los mercados de acciones estadounidenses en los primeros días de febrero, que se extendió al resto de plazas europeas y asiáticas. En el caso español, las ganancias iniciales del Ibex 35 se convirtieron en pérdidas del 2,4%[15] en el año y la volatilidad repuntó hasta el 24%.

15 Con información hasta el 19 de febrero.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español CUADRO 1.2.3

%

	2013	2014	2015	2016	2017
Índices					
Ibex 35	21,4	3,7	-7,2	-2,0	7,4
Madrid	22,7	3,0	-7,4	-2,2	7,6
Ibex Medium Cap	52,0	-1,8	13,7	-6,6	4,0
Ibex Small Cap	44,3	-11,6	6,4	8,9	31,4
FTSE Latibex All-Share	-20,0	-16,1	-39,2	71,0	9,0
FTSE Latibex Top	-12,4	-11,1	-34,6	67,8	7,3
Sectores[1]					
Petróleo y gas	29,9	-9,8	-21,0	32,7	-11,9
Químicas	-34,6	-17,1	56,7	198,2	55,4
Materiales básicos	25,4	17,8	-8,5	24,0	26,1
Construcción y materiales de construcción	28,3	9,9	6,3	-4,3	15,8
Bienes industriales y servicios	39,7	-1,4	9,1	8,4	29,8
Salud	41,1	1,1	23,9	-7,8	12,9
Utilities	28,4	27,3	7,9	-0,7	3,1
Bancos	23,1	8,1	-22,7	-1,1	11,9
Seguros	44,7	-9,2	-5,1	15,5	0,1
Inmobiliaria	4,9	46,3	12,6	-5,0	15,6
Servicios financieros	31,5	5,3	-2,7	-1,3	7,3
Telecomunicaciones y medios de comunicación	23,5	3,8	-8,2	-8,3	-3,2
Consumo discrecional	18,9	-0,1	29,7	3,1	-9,5
Consumo básico	19,7	-7,8	5,5	-6,0	-1,0

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

1.2.3 Perspectivas y riesgos

Según las últimas previsiones del FMI publicadas en abril de 2018, el PIB de la economía española crecerá un 2,8% este ejercicio y un 2,2% en 2019, lo que supone una revisión al alza de 4 y 1 décimas respectivamente en relación con los pronósticos publicados en enero. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento entre España y la zona del euro se situaría en 4 décimas este año y en 2 décimas el año próximo, por debajo de los registros observados en los últimos 3 ejercicios (1,2 p.p. de media entre 2015 y 2017).

Los riesgos más relevantes que se observan sobre el panorama económico nacional tienen que ver con: i) la necesidad de reducir el elevado endeudamiento de los agentes (tanto del sector público como del privado), especialmente si se confirma la senda alcista de los tipos de interés a medio plazo; ii) la elevada tasa de desempleo, aunque en descenso, sobre todo en relación con los desempleados de larga duración; iii) la prolongación de la incertidumbre política en Cataluña; y iv), más recientemente, los efectos derivados de la apreciación del euro sobre las empresas exportadoras españolas. Este último riesgo, así como el relacionado con las dificultades del sector bancario para elevar su rentabilidad en el actual contexto de tipos de interés reducidos, son comunes a otras economías europeas relevantes.

Entre los riesgos de carácter financiero más importantes, cabe destacar aquellos relacionados con la posible generación de episodios de turbulencias en los mercados

financieros con caídas de precios y aumentos en las primas de riesgo, desencadenados por factores que tengan que ver con cambios en las expectativas de inflación y, por tanto, en el calendario previsible de subidas de los tipos de interés, especialmente en EE. UU. También preocupa la repercusión que pueda tener en los mercados financieros el resultado del proceso de negociación del *brexit* y, finalmente, desde un punto de vista de protección del inversor, la persistencia de las estrategias de búsqueda de mayor rentabilidad que puedan dar lugar a elecciones poco adecuadas en relación con el perfil inversor de los participantes en los mercados. En este sentido, es posible que una parte de ellos esté adquiriendo activos más arriesgados, menos líquidos o más complejos de lo que deberían, entre ellos activos virtuales. Estos últimos son una fuente de preocupación creciente por parte de los reguladores financieros, muchos de los cuales han publicado advertencias o comunicaciones con carácter preventivo en los últimos meses, entre ellos la CNMV en colaboración con el Banco de España (véase recuadro 2).

Criptomonedas y ofertas iniciales de criptomonedas

RECUADRO 2

Las criptomonedas o monedas virtuales están siendo objeto de un intenso debate en los últimos tiempos, existiendo dudas incluso sobre la naturaleza de estos activos. Si bien se suelen presentar como alternativa al dinero de curso legal, tienen características muy diferentes, ya que no están respaldadas por un banco central ni por ninguna otra autoridad pública, no es obligatorio aceptarlas como medio de pago de deudas u otras obligaciones, su circulación es muy limitada y su valor oscila fuertemente, por lo que no pueden considerarse ni un buen depósito de valor ni una unidad de cuenta estable. Además, no están reguladas en la Unión Europea y, por tanto, no ofrecen ninguna de las garantías previstas en la normativa europea para las inversiones reguladas.

En la actualidad el número de criptomonedas existentes asciende a más de 1.000, si bien resulta difícil estimar el tamaño de este mercado. Algunas estimaciones apuntan a una capitalización de mercado que superaba a finales de febrero de 2018 los 450.000 millones de dólares, de los cuales entre un 35% y un 45% corresponden a la criptomoneda más conocida, el *bitcoin*.

La CNMV ha identificado diversas modalidades de comercialización o adquisición de criptomonedas como, por ejemplo, la comercialización directa o la inversión a través de contratos por diferencias (CFD), futuros, opciones y otros derivados. Sin embargo, la innovación constante en productos y canales puede hacer que surjan formas adicionales de exposición a las criptomonedas.

Adicionalmente, se están llevando a cabo actuaciones de captación de fondos de inversores a través de las denominadas ofertas iniciales de criptomonedas (ICO, por sus siglas en inglés). Las ICO son una nueva forma de financiar empresas y proyectos basados en la tecnología *blockchain*, la misma que utilizan la mayoría de las criptomonedas. Esta tecnología se apoya en el denominado libro de contabilidad descentralizado y está siendo objeto de gran atención porque, según los expertos, cuenta con potencial para transformar el funcionamiento de los mercados financieros y hacer aparecer nuevos modelos de negocio.

En una ICO el inversor adquiere derechos de diversa naturaleza, denominados *tokens*, que son unas fichas o vales virtuales que no solo se pueden invertir (comprarlos y venderlos), sino también utilizar en la futura plataforma o servicio que se desarrolle con la financiación obtenida con la ICO. Es relevante señalar que los inversores reciben criptomonedas o *tokens* a cambio de dinero de uso corriente (euros), pero también en muchas ocasiones los inversores entregan criptomonedas a cambio de los *tokens*, por lo que, si no los poseen con carácter previo, han de adquirirlos para poder participar en la ICO.

Los usos y características de estos *tokens* varían, pero habitualmente se puede distinguir entre dos tipos:

– *Security token*: generalmente otorgan participación en los ingresos futuros o en el aumento de valor de la entidad emisora o de un negocio, o llevan aparejada una remuneración periódica.

– *Utility token*: dan derecho a acceder a un servicio o recibir un producto, sin perjuicio de lo cual, con ocasión de la oferta se suele hacer mención a expectativas de revalorización y de liquidez mediante la posibilidad de negociarlos en mercados secundarios específicos.

Las criptomonedas y los *tokens* se ofrecen en internet de forma global y es habitual que su emisión y comercialización afecte a varias jurisdicciones. Esta dimensión mundial del fenómeno hace conveniente abordar la cuestión a nivel internacional.

El debate sobre estos activos ha acaparado en los últimos meses la atención de los medios, del público y, desde luego, de reguladores y supervisores de todo el mundo, que están analizando las posibles implicaciones del fenómeno para la estabilidad financiera, además de otros aspectos tales como la protección del inversor y consumidor, la integridad del mercado, el blanqueo de capitales, la financiación del terrorismo, la evasión fiscal, la elusión de controles sobre el capital y las sanciones internacionales, y la realización de ofertas de valores ilegales.

A nivel mundial, el G20 analizó las implicaciones de las criptomonedas y sus operaciones en su reunión de marzo de 2018, y concluyó que, si bien este tipo de activos y operaciones no representan aún un riesgo para la estabilidad financiera, se debe continuar monitorizando el fenómeno, además de que sí existen preocupaciones relevantes respecto de otras áreas como el blanqueo de capitales o la protección de los consumidores que adquieran estos productos. Asimismo se solicita al Financial Stability Board (FSB) y a otros organismos, entre los que se incluye la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), que realicen un análisis de la cuestión antes de julio de 2018.

Además, numerosas autoridades han emitido comunicados o advertencias al público sobre criptomonedas y sus tecnologías relacionadas. IOSCO, la Comisión Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y las autoridades europeas de supervisión en el ámbito de la banca, los seguros y los mercados de valores (EBA e EIOPA, además de ESMA), entre otros, han

publicado diversos documentos alertando de los riesgos asociados a la inversión en criptomonedas e ICO, en particular, del alto riesgo de pérdida del capital invertido, la extrema volatilidad y la falta significativa de liquidez.

La CNMV ha incluido en su *Plan de actividades 2018* una nueva línea estratégica que consiste en fomentar el desarrollo tecnológico y prevenir sus potenciales riesgos (véase apartado 10.1. Plan de actividades 2018 y líneas estratégicas de la CNMV 2017-2018). En coherencia con esta definición estratégica de carácter general, se ha marcado como objetivo la fijación de criterios de aplicación de la normativa existente o la detección de la necesidad de nueva regulación respecto a las criptomonedas y las ICO.

En cumplimiento de este objetivo se publicaron en febrero de 2018 dos comunicados:

– El primero de ellos, un comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España dirigido a inversores y, en general, a usuarios financieros minoristas, destacando que ninguna criptomoneda o ICO había sido registrada, autorizada ni verificada por ningún organismo supervisor español.

  En dicho comunicado se exponían diversas consideraciones que se deberían tener en cuenta antes de adquirir criptomonedas o participar en una ICO:

  - La falta de regulación local y europea, que hace que los compradores carezcan de las protecciones correspondientes, siendo especialmente vulnerables al fraude, a la manipulación de precios o a otras actividades ilícitas.

  - La existencia de problemas derivados del carácter transfronterizo del fenómeno, ya que en muchos casos los distintos actores implicados en la emisión, custodia y comercialización de criptomonedas no se encuentran localizados en España.

  - Un elevado riesgo de pérdida del capital invertido, al tratarse de inversiones altamente especulativas, expuestas a fallos operativos y amenazas cibernéticas. Además, la mayoría de las ICO están asociadas a proyectos empresariales en etapas muy tempranas de desarrollo, que pueden tener una alta probabilidad de fracaso.

  - Problemas de iliquidez y volatilidad extrema. La ausencia de mercados equiparables a los mercados organizados de valores sujetos a regulación puede dificultar la venta de criptomonedas o *tokens* emitidos en las ICO para obtener efectivo convencional.

  - La información que se pone a disposición de los inversores en el caso de las ICO puede no ser adecuada, ya que generalmente no está auditada y, con frecuencia, resulta incompleta y resalta los beneficios y minimiza los riesgos. Por ello, puede no ser comprensible ni inapropiada para las necesidades y perfiles de riesgo de los clientes.

– En segundo lugar, un comunicado de la CNMV con diversas consideraciones dirigidas a los profesionales del sector financiero con criterios para servir de orientación inicial sobre las implicaciones de las ICO desde el punto de vista regulatorio.

  En el comunicado, la CNMV considera que buena parte de las operaciones articuladas como ICO deberían ser tratadas como emisiones u ofertas públicas de valores negociables. En este caso, les serían aplicables las normas nacionales o europeas correspondientes, tales como las derivadas de MiFID II, la Directiva de folletos o la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos.

  Como criterios para considerar que estas operaciones constituyen ofertas de valores negociables, se consideran relevantes los siguientes:

  - Por un lado, que los *tokens* atribuyan derechos o expectativas de participación en la potencial revaloración o rentabilidad de negocios o proyectos o que, en general, presenten u otorguen derechos equivalentes o parecidos a los propios de las acciones, obligaciones u otros instrumentos financieros incluidos en el artículo 2 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV).

  - Por otro lado, en el caso de *tokens* que den derecho a acceder a servicios o a recibir bienes o productos, que se ofrezcan haciendo referencia a la expectativa de su revalorización, o a alguna remuneración asociada al instrumento, o mencionando su liquidez o posibilidad de negociación en mercados equivalentes o similares a los mercados de valores sujetos a regulación.

En el caso de aquellas ICO que no tengan la consideración de oferta pública (por ir dirigidas a menos de 150 inversores, por establecer una inversión mínima de 100.000 euros o por suponer un importe total inferior a 5 millones de euros) sería de aplicación la previsión del artículo 35.3 del TRLMV. En este sentido, si la colocación se efectúa empleando cualquier forma de comunicación publicitaria —lo que incluye la promoción a través de páginas web o redes sociales—, a efectos de la comercialización deberá intervenir una entidad autorizada para prestar servicios de inversión.

Por otra parte, la CNMV está participando en los grupos de trabajo creados en el seno de los organismos internacionales de los que forma parte para tratar este asunto, que, dado su carácter transnacional, requiere de una postura común internacional que pueda dar lugar a un tratamiento regulatorio homogéneo entre las diferentes jurisdicciones. En este sentido, es destacable la *task force* constituida en ESMA, que ya está analizando la naturaleza jurídica de este tipo de activos y operaciones y la forma en que se debe aplicar la normativa.

2 Mercados y emisores

2.1 Mercados de renta variable

Como ya ocurrió en 2016, aunque en sentido contrario, las cotizaciones de los mercados de renta variable españoles siguieron una trayectoria irregular, evolucionando de mejor a peor. De este modo, los importantes avances del primer trimestre se vieron reducidos por los retrocesos del resto de los trimestres del año, limitándose las ganancias anuales a un 7,4%. En este contexto de alzas moderadas, la capitalización bursátil siguió creciendo en buena medida por el efecto de las ampliaciones de capital, con respecto a las cuales las entidades financieras volvieron a destacar por los importes de recursos obtenidos en el mercado. Además, la mejora de la economía y de la situación de los mercados permitió una reactivación de la salida de nuevas empresas a los mercados, además de un incremento significativo de los recursos captados.

La actividad de los mercados españoles, que se había reducido notablemente en el ejercicio 2016, detuvo las caídas y mostró las primeras señales de recuperación. Por otra parte, la contratación de los valores españoles admitidos a negociación en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación europeos, principalmente localizados en el Reino Unido, siguió creciendo, lo que permitió que la actividad negociadora agregada sobre valores españoles creciese de forma moderada en el conjunto del año, a pesar de las incertidumbres que han afectado al mercado español. El peso de la contratación de valores españoles en el exterior ha estado creciendo durante la mayor parte del año debido, en cierta medida, al efecto que tuvo la puesta en marcha de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro en España, pero parece que la mayor parte de este impacto ha sido asumido ya por el mercado, estabilizándose el peso de la contratación en torno a un tercio del total al cierre de 2017.

2.1.1 Panorama general

Los mercados de renta variable españoles comenzaron 2017 con avances significativos, acompañados de un importante descenso de la volatilidad, gracias a la confirmación del mantenimiento de la política monetaria expansiva del BCE, así como del ritmo de crecimiento de la economía española, que se vio favorecido por un entorno de mayor estabilidad política tras la formación del nuevo Gobierno. El Ibex 35 avanzó un 11,9% en el primer trimestre y las alzas continuaron al iniciar el segundo, favorecidas por el resultado de las elecciones francesas, que aportaron estabilidad y credibilidad al proyecto europeo. Aun así, los aumentos iniciales se corrigieron conforme avanzaba el segundo trimestre, que finalizó sin apenas cambios, ante la

perspectiva de que el BCE pudiera cambiar la orientación de su política monetaria, siguiendo la línea de endurecimiento de la Reserva Federal[1].

En contraste con el primer semestre, la evolución de las cotizaciones en la segunda mitad del año fue negativa, lo que redujo los beneficios acumulados en la primera. El cambio de signo en la trayectoria de las cotizaciones tuvo su origen en dos factores. Por un lado, en clave exterior, la ralentización del crecimiento de la economía estadounidense, las tensiones geopolíticas en Asia oriental y la fortaleza del euro, todo ello con el potencial de reducir la competitividad de la economía europea, lo que incrementó los temores ante un mayor retraso en la normalización de la política monetaria del BCE. Por el otro, las incertidumbres de carácter político en Cataluña, que vinieron acompañadas del cambio del domicilio social —y, en algunos casos, fiscal— de algunas de las grandes compañías del Ibex 35 domiciliadas en la región, también contribuyeron a la evolución negativa de los índices. Así, el Ibex 35 retrocedió un 0,6% en el tercer trimestre y un 3,3% en el cuarto, para finalizar el conjunto del año con un avance del 7,4%, ligeramente por encima del índice europeo Eurostoxx 50, pero por debajo de la revalorización alcanzada por los principales índices europeos, estadounidenses y asiáticos[2]. Este peor comportamiento relativo del índice español se podría explicar, principalmente, por las incertidumbres políticas internas, que han ido ganando peso conforme avanzaba el año, puesto que el comportamiento relativo del índice español en el primer semestre fue incluso mejor que el de los principales índices internacionales de referencia.

A pesar de los diferentes episodios de incertidumbre que acontecieron a lo largo del ejercicio, tanto en el plano nacional como en el internacional, el mantenimiento de la política monetaria expansiva del BCE y la consolidación de la senda de crecimiento en las principales economías permitieron que la volatilidad implícita del Ibex 35 se redujese de modo significativo, al igual que ocurrió con la de los principales índices de los mercados internacionales. Su rango de variación fue de 15 puntos porcentuales, 10 puntos menos que en 2016 y el más bajo de los últimos 4 ejercicios. El año finalizó con una volatilidad implícita del 13,43%, muy cerca del mínimo anual, y el valor más bajo al cierre del año en la última década. Asimismo, la volatilidad media del año fue del 15,48%, 8 puntos porcentuales por debajo de la de 2016, pero superior a la observada en los principales mercados de valores europeos, con la excepción del italiano.

La capitalización de las bolsas creció por sexto año consecutivo hasta alcanzar a finales de 2017 un importe de 701.000 millones de euros, un 11% más que el año anterior. Este avance tuvo su origen en tres fuentes: la revaloración de las cotizaciones —que crecieron más de un 7%[3]—, la captación de nuevos fondos a través de las ampliaciones de capital realizadas por numerosas sociedades durante el ejercicio y la incorporación de nuevas sociedades a cotizar en los mercados españoles.

1 La Reserva Federal realizó una primera subida de tipos el 15 de marzo al incrementarlos 25 p.b., hasta situarlos entre el 0,75% y el 1%, una posterior el 15 de junio, donde volvió a elevarlos 25 p.b., hasta una horquilla entre el 1% y el 1,25%, y una tercera el 13 de diciembre que los dejó en la horquilla 1,25-1,5%.

2 En 2017 los índices bursátiles estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq se revalorizaron un 25,1%, 19,4% y 28,2%, respectivamente; los japoneses Nikkei 225 y Topix un 19,1% y 19,7%, respectivamente; mientras que los europeos Eurostoxx 50, Dax 30, Cac 40 y Mib 30 lo hicieron un 6,5%, 12,5%, 9,3% y 13,6%, respectivamente.

3 El Ibex 35 avanzó un 7,4% en el año, mientras que el IGBM lo hizo un 7,6%.

Los volúmenes negociados en la bolsa española se recuperaron de modo significativo en el primer semestre del año para volver a caer en el segundo, coincidiendo con el incremento de la incertidumbre política y el retroceso en las cotizaciones de los valores. Aun así, la contratación de renta variable en los mercados secundarios oficiales detuvo las fuertes caídas acontecidas en 2016 (cuando retrocedió un 32,4%) y disminuyó apenas un 0,2% en términos interanuales en el conjunto del año. Las bolsas nacionales siguen concentrando gran parte de la contratación de los valores españoles admitidos a cotización en ellas, pero todo el incremento de su negociación durante 2017 ha sido absorbido por los sistemas multilaterales de negociación (SMN) europeos u otros mercados regulados, que han pasado a representar en torno a un tercio del total de la negociación, casi 4 puntos porcentuales más que en 2016 y 12 más que en 2015. En cualquier caso, el peso de los nuevos competidores dentro de la negociación total parece haberse consolidado y empieza a dar las primeras señales de que su crecimiento se ralentiza y que su participación respecto al total del mercado se ha estabilizado.

Como es habitual, los inversores no residentes volvieron a desempeñar un papel muy relevante en el mercado de renta variable español, tanto en términos de contratación como de propiedad. De acuerdo con el *Informe de Mercado 2017* de BME su participación en la propiedad de las acciones se situaba por encima del 45% a finales del primer semestre del año, su récord histórico (43,1% y 42,3% al cierre de los ejercicios 2016 y 2015, respectivamente). Asimismo, destacó el peso de las familias españolas, que representaban en torno al 23-24% de la propiedad de las acciones, cuyo valor alcanzaba 136.395 millones de euros en junio de 2017, un 6% por encima del cierre de 2016[4].

El cuadro 2.1.1 permite comparar el tamaño de los principales mercados internacionales de renta variable mediante la utilización de las ratios de capitalización y contratación respecto al PIB nominal. En el ejercicio 2017, la ratio de capitalización respecto al PIB creció para todos los mercados gracias a la evolución positiva de todas las bolsas internacionales, siendo más destacable en el caso de los mercados de EE. UU., Canadá y Japón, donde las alzas fueron más significativas. En el caso de las bolsas europeas y China, el crecimiento fue más moderado, reflejando el comportamiento más discreto de estos últimos mercados. En el caso de la contratación, la evolución de la ratio fue más heterogénea y limitada, destacando los retrocesos de EE. UU. y China, así como la estabilidad en los mercados regulados europeos. Así, durante 2017 la evolución de la contratación en los principales mercados regulados se vio afectada por la competencia de otros mercados regulados y SMN competidores, por el impacto de la negociación bilateral fuera del perímetro de los mercados, así como por la caída de la volatilidad en ellos, que ha reducido la negociación algorítmica y de alta frecuencia (HFT)[5]. En el caso del mercado español de renta variable, su tamaño relativo se mantiene en línea con el de otros mercados europeos tanto en términos de capitalización como de contratación.

4 Según datos del Banco de España.

5 *High Frequency Trading*.

Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados en relación con el PIB nominal CUADRO 2.1.1

%

	Capitalización[1]		Contratación	
	2016	2017	2016	2017
EE. UU.[2]	147,3	162,7	152,9	131,1
Canadá	149,0	173,7	86,2	94,4
China[3]	95,0	100,2	178,2	147,2
Japón	107,9	127,7	113,9	118,6
Bolsa de Londres[4]	117,0	128,8	61,2	65,7
Euronext[5]	93,5	100,3	45,5	46,7
Alemania	52,4	57,8	38,0	39,8
Italia[4]	31,2	37,3	37,3	36,6
España	57,1	60,2	57,5	55,8

Fuente: World Federation of Exchanges, Eurostat, Ofícinas Estadísticas de EE. UU., Canadá y Japón, Datastream y CNMV. (1) En moneda local, los datos de capitalización corresponden a la última sesión hábil del año. (2) El numerador es la suma de NYSE Euronext US y Nasdaq. (3) Incluye los datos de las bolsas de Hong Kong, Shanghái y Shenzhen, así como el PIB de la República Popular China y Hong Kong. (4) Aunque Borsa Italiana se integró en el LSE Group en 2010, aquí se facilitan por separado los porcentajes de capitalización y contratación sobre el PIB que corresponden a cada país. (5) El denominador es la suma de los PIB nominales de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

2.1.2 Sociedades cotizadas y capitalización

Las bolsas españolas finalizaron 2017 con 150 sociedades admitidas a cotización, una más que al final de 2016[6]. Se incorporaron siete compañías al mercado continuo, cinco de las cuales fueron nuevas admisiones —un banco (Unicaja), una compañía siderúrgica (Gestamp), otra de gestión de efectivo (Prosegur Cash), y dos inmobiliarias (Neinor Homes y Aedas Homes)— y el resto fueron empresas que cambiaron de mercado —una compañía de alimentación procedente del segundo mercado (Borges) y una compañía de telecomunicaciones que cotizaba en el MAB (Masmóvil)—. Por otra parte, se registraron cinco exclusiones, tres del mercado continuo y dos de corros[7]. Entre las sociedades excluidas, un banco (Banco Popular) lo hizo como consecuencia de su resolución por la Junta Única de Resolución, otras dos sociedades lo hicieron tras la liquidación de sendas ofertas públicas de adquisición (Tecnocom y Portland), mientras que otra fue excluida para darse de alta en el mercado continuo (Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A.).

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

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

Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas[1]

CUADRO 2.1.2

		Mercado continuo				
	Total bolsas	Total	Nacional	Extranjeras	Corros	Segundo Mercado
Admitidas a 31/12/16	149	130	123	7	14	5
Admitidas a 31/12/17	150	134	127	7	12	4
Altas en 2017	**7**	**7**	**7**	**0**	**0**	**0**
Nuevas admisiones	5	5	5	0	0	0
Altas por fusión	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	2	2	2	0	0	0
Bajas en 2017	**6**	**3**	**3**	**0**	**2**	**1**
Exclusiones	5	3	3	0	2	0
Exclusiones por fusión	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	1	0	0	0	0	1
Variación neta en 2017	**1**	**4**	**4**	**0**	**-2**	**-1**

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

La capitalización de las bolsas creció un 11% en 2017, hasta alcanzar un valor superior a 700.000 millones de euros, el más alto desde el comienzo de la crisis financiera en el año 2007, y un 66% más que el mínimo conseguido en 2011, pero todavía casi un 10% inferior al valor alcanzado al cierre del año en que esta se inició.

Capitalización[1] de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 2.1.3

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
Total bolsas	**609.380,0**	**626.700,2**	**630.995,3**	**701.029,6**	**11,1**
Mercado continuo	606.883,1	625.639,3	629.589,7	699.691,2	11,1
Nacionales	602.456,7	624.640,4	628.080,6	697.909,0	11,1
Extranjeras[2]	4.426,4	998,9	1.509,1	1.782,3	18,1
Corros[3]	2.466,6	1.040,3	1.291,6	1.288,5	-0,2
Madrid	376,5	296,9	289,9	0,0	–
Barcelona	162,5	887,7	1.136,6	165,9	-42,8
Bilbao	326,4	943,3	54,0	1.134,3	-0,2
Valencia	326,4	150,1	349,2	54,0	0,1
Segundo Mercado	30,2	20,6	114,1	211,3	-39,5

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

El comportamiento de los sectores representados en la bolsa española fue positivo en casi todos los casos, aunque los avances no fueron homogéneos, ni por sectores ni por valores. Las mayores subidas correspondieron a compañías de sectores no financieros, entre las que destacan las inmobiliarias y las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI), así como las compañías de metalmecánica, materiales de construcción y otras no financieras, especialmente las compañías de servicios de consumo dentro de las últimas.

En el caso de los retrocesos, que fueron más moderados que en ejercicios anteriores, se concentraron en el sector textil y de las papeleras (véanse cuadro 2.1.4 y anexos I.5 y I.7). El mayor incremento en la capitalización correspondió al sector de

transportes y comunicaciones, debido a las compañías de infraestructuras de transportes y a las concesiones de autopistas. En este último caso, su principal compañía, Abertis Infraestructuras, ha presentado una importante revalorización en el marco del proceso de oferta pública de adquisición (opa) que la ha afectado. También destacaron el avance de las cotizaciones de los bancos, favorecidos por la recuperación económica y los progresos en el saneamiento y consolidación de ese sector, así como, en menor medida, del sector del petróleo, que por segundo año consecutivo se ha visto beneficiado por la recuperación de los precios del crudo.

Por el lado de los descensos, destacó la caída del sector textil y de las papeleras, lastrado por la evolución negativa de la principal compañía del sector textil. Además, entre las compañías del sector del transporte y las comunicaciones, la más destacada retrocedió por segundo año consecutivo, al acusar el efecto de la competencia y de la debilidad de algunas divisas latinoamericanas. Por otro lado, los sectores de la energía, los seguros y la alimentación mostraron un comportamiento discreto.

En términos de capitalización la concentración siguió siendo elevada, manteniéndose en niveles similares a los del ejercicio anterior. Al igual que en 2016, 6 valores concentraron en torno a la mitad de la capitalización del mercado, volviéndose a repetir el número de valores necesarios —concretamente 17 valores del Ibex 35— para alcanzar el 75% de la misma. Por otro lado, el peso de los 5 valores españoles incluidos en Eurostoxx 50 en la capitalización total de la bolsa española disminuyó hasta valores en torno al 44%, frente al 47% y el 55% que representaba en 2016 y 2015, respectivamente, lo que refleja el fuerte crecimiento de compañías de menor tamaño respecto a las grandes compañías tradicionales.

Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores[1]

CUADRO 2.1.4

Importes en millones de euros

Sector	2016	2017	2016	2017	% var. 17/16
Petróleo	1	1	19.668,9	22.521,5	14,5
Energía	9	9	95.239,6	95.910,3	0,7
Minería y metálicas básicas	7	7	7.132,4	7.677,4	7,6
Cementos y mat. construcción	4	3	2.366,1	3.157,7	33,5
Químicas y farmacéuticas	8	8	17.011,6	19.362,0	13,8
Textil y papeleras	10	10	103.388,3	94.443,0	-8,7
Metalmecánica	15	15	10.166,4	13.402,8	31,8
Alimentación	12	13	7.057,7	7.353,5	4,2
Construcción	8	9	31.103,7	35.730,5	14,9
Inmobiliarias y SOCIMI	20	20	11.408,1	16.023,6	40,5
Transportes y comunicaciones	7	8	95.353,2	111.801,3	17,2
Otros no financieros	30	30	52.200,3	66.976,4	28,3
Total sector no financiero	**131**	**133**	**452.096,3**	**494.359,9**	**9,3**
Bancos	10	10	163.430,2	190.682,5	16,7
Seguros	2	2	12.663,9	12.679,8	0,1
Sociedades de cartera	6	5	2.804,9	3.307,4	17,9
SICAV	0	0	0,0	0,0	–
Total sector financiero	**18**	**17**	**178.899,0**	**206.669,8**	**15,5**
Total	**149**	**150**	**630.995,3**	**701.029,6**	**11,1**

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

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

Las ampliaciones de capital efectuadas en el ejercicio 2017 fueron 84, 5 más que en el ejercicio anterior, correspondientes a un total de 45 sociedades, el mismo número que en 2016 (véanse anexos I.1 y I.2 para un mayor detalle). El aumento de operaciones de este tipo vino acompañado de un significativo incremento del importe de los recursos captados, que alcanzaron casi 25.800 millones de euros, un 86,2% más que en el año anterior.

El 87% del importe de las ampliaciones registradas correspondió a operaciones con captación de recursos, frente al 70% del año anterior, mientras que únicamente el 13% restante fueron ampliaciones liberadas. Las más relevantes por cuantía fueron las ampliaciones con contrapartida no monetaria (casi cinco veces más que en 2016), como consecuencia, fundamentalmente, de la absorción por parte de una compañía de energías renovables (Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.) de una compañía filial de Siemens, A.G. que agrupaba los negocios del grupo en el sector. Asimismo, las ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente para los accionistas crecieron hasta algo más de 7.800 millones de euros, un 20,2% más que en 2016, destacando la ampliación de capital de Banco Santander, que superó los 7.100 millones de euros. En cuanto al resto de ampliaciones con captación efectiva de fondos volvieron a destacar las de conversión de deuda, que crecieron de modo significativo por segundo año consecutivo (un 153% más en 2017 que en 2016) porque se mantuvieron los procesos de reestructuración de capital de algunas empresas. Además, algunos emisores volvieron a ampliar capital mediante colocaciones aceleradas.

En relación con las ampliaciones de capital liberadas, de las cuales 13 estuvieron asociadas a operaciones de dividendo elección (*scrip dividend*) —es decir, 6 menos que en el ejercicio anterior—, su importe volvió a caer por tercer año consecutivo (35,5% menos que en 2016), tal y como recoge el cuadro 2.1.5. Este nuevo descenso, tanto en número de operaciones como en volumen, confirma el cambio en la política de dividendos de muchas compañías respecto al seguido en los años de la crisis, cuando la remuneración en acciones era una práctica en auge. Los principales directivos de dichas compañías se han mostrado partidarios de bien eliminar este formato o bien reducir su cuantía en beneficio de la política tradicional de remuneración de dividendo en efectivo.

El incremento de las ampliaciones de capital con captación de recursos, que alcanzó un importe cercano a 26.000 millones de euros (casi el doble que en 2016), tuvo de nuevo como principal destino el sector financiero, que continuó reforzando sus balances, la reestructuración de capital de grandes compañías industriales y, en menor medida, el sector inmobiliario, que siguió contando con el interés de los inversores.

La mejora de la economía y la evolución positiva de los mercados favoreció los flujos de inversión hacia la renta variable. Esto reactivó las ofertas públicas de valores, que crecieron tanto en número como en importe respecto al ejercicio anterior y se situaron como el tercer mercado por valor de la zona del euro, por detrás de Irlanda e Italia. El importe de las ofertas públicas de valores (OPV) se multiplicó prácticamente por 6, hasta alcanzar casi 3.000 millones de euros en el año, mientras que su número creció hasta 4 (2 en 2016), destacando la OPV de una corporación industrial (Gestamp) y 2 compañías inmobiliarias (Neinor Homes y Aedas Homes). Todas las ofertas tuvieron lugar en el mercado continuo, donde además se produjo la salida a bolsa de un banco de tamaño mediano (Unicaja) mediante una oferta pública de suscripción de valores.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta[1]

CUADRO 2.1.5

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
Ampliaciones de capital con captación de recursos	**15.221,5**	**19.106,1**	**13.846,7**	**25.787,7**	**86,2**
Con derecho de suscripción preferente	2.790,8	7.932,6	6.513,3	7.831,4	20,2
Sin derecho de suscripción preferente (OPS)[2]	2.951,5	0,0	807,6	956,2	18,4
Colocaciones aceleradas	2.595,6	8.092,3	0,0	821,8	–
Ampliación contrapartida no monetaria[3]	2.811,3	365,2	1.791,7	8.469,3	372,7
Ampliaciones de capital por conversión	3.645,6	1.868,7	2.343,9	1.648,8	-29,7
Otras[4]	426,6	847,4	2.390,2	6.060,2	153,5
Ampliaciones de capital liberadas	**12.650,8**	**9.627,8**	**5.898,3**	**3.807,3**	**-35,5**
De las cuales dividendo elección	12.573,8	9.627,8	5.898,3	3.807,3	-35,5
Total ampliaciones de capital	**27.872,3**	**28.733,9**	**19.745,1**	**29.595,0**	**49,9**
Ofertas públicas de venta (OPV)	**4.886,9**	**8.331,6**	**500,6**	**2.944,5**	**481,2**

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex. (2) Ofertas públicas de suscripción. (3) Las ampliaciones de capital con contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado. (4) El 96% del importe de este epígrafe corresponde a la ampliación de capital de Abengoa, que se realizó en 10 tramos y que se enmarca en el proceso de reestructuración de su capital y de su deuda.

2.1.4 Negociación

Negociación al contado

El proceso de deslocalización de la contratación en perjuicio de las bolsas tradicionales[8], que había sido muy intenso en los ejercicios anteriores, en los que se observaron retrocesos notables en sus cuotas de mercado, continuó durante 2017, aunque disminuyó su intensidad, de modo que la participación de los mercados regulados nacionales en el total del mercado parece haberse estabilizado. El proceso de deslocalización de los mercados regulados en beneficio de centros de contratación competidores se ha extendido a lo ancho de toda Europa y ha tenido como principales beneficiados a los SMN y a los nuevos mercados regulados localizados en el Reino Unido, que siguen creciendo a costa de los tradicionales.

La contratación de valores españoles de renta variable admitidos a negociación en los mercados oficiales nacionales se mantuvo estable en 2017, con lo que se detuvieron los retrocesos observados en el ejercicio anterior, cuando cayó un 32,4% en valor y la cuota de mercado disminuyó en más de 8 puntos porcentuales. No obstante, como se observa en el cuadro 2.1.6, en el que se incluyen todos los centros de negociación relevantes para los valores españoles, todo el incremento de la negociación sobre estos en 2017 ha sido absorbido por ciertos mercados regulados y SMN europeos, que han pasado a contratar en torno a un tercio del total del volumen negociado. Así, su cuota de mercado ha crecido casi 4 puntos porcentuales respecto a 2016 y en torno a 12 respecto a 2015.

8 Este proceso de deslocalización de la contratación se inició en 2007 con la entrada en vigor de la Directiva MiFID.

Considerando el total de la contratación sobre valores españoles y como puede observarse en el cuadro 2.1.6, el grueso de esta sigue concentrado en las bolsas nacionales, con el 68% del importe total negociado, que creció hasta 932.763 millones de euros, un 6,3% más que en 2016. Por su parte, el importe negociado en las plataformas extranjeras que compiten con BME aumentó un 23,5%, hasta alcanzar casi 300.000 millones de euros, destacando la plataforma Chi-X, que representa casi el 40% del total negociado en el exterior. A pesar de ello, su peso respecto al total ha disminuido (desde más del 48% de 2016) en beneficio de otros competidores, al igual que le ha sucedido a Turquoise.

En el lado contrario destacó BATS, que sigue creciendo por tercer año consecutivo (un 68% más en 2017) y sitúa su cuota de mercado en el 25% del total negociado en el exterior. Considerando que tanto Chi-X como BATS forman parte del mismo grupo, Cboe Global Markets (Cboe), su cuota de mercado respecto del total de la negociación exterior es de casi dos tercios, mientras que su volumen negociado supera los 193.000 millones de euros, en torno a un 30% del volumen negociado en BME.

Efectivo negociado en renta variable española admitida en los mercados oficiales[1]

CUADRO 2.1.6

Importes en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
Total	**765.502,2**	**1.002.992,8**	**1.162.979,7**	**878.329,9**	**933.416,3**	**6,3**
Admitida en SIBE	**764.933,4**	**1.002.095,8**	**1.161.222,9**	**877.408,4**	**932.763,1**	**6,3**
BME	687.527,6	849.934,5	925.978,7	634.914,5	633.385,7	-0,2
Chi-X	53.396,7	95.973,0	150.139,9	117.419,4	117.899,2	0,4
Turquoise	11.707,9	28.497,5	35.680,5	51.051,8	44.720,1	-12,4
BATS	10.632,1	18.671,0	35.857,6	44.839,8	75.411,6	68,2
Otros[2]	1.669,2	9.019,8	13.566,2	29.182,9	61.346,5	110,2
Corros	**51,4**	**92,5**	**246,1**	**7,9**	**8,1**	**2,1**
Segundo Mercado	**1,7**	**0,7**	**13,8**	**3,2**	**0,7**	**-77,3**
ETF[3]	**515,7**	**803,9**	**1.496,8**	**910,4**	**644,5**	**-29,2**

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

En los principales mercados regulados europeos se ha observado un fenómeno similar al que ha tenido lugar en los españoles en los últimos meses del ejercicio 2017, de modo que el crecimiento de su fragmentación parece haberse detenido, apreciándose incluso una cierta recuperación de su cuota de mercado en detrimento de los nuevos mercados regulados y SMN. Así, considerando los principales mercados financieros europeos en su conjunto[9], en torno al 40% de la negociación de renta variable europea sujeta a reglas de mercado o SMN tendría lugar fuera del mercado regulado en el que los valores se encuentran admitidos a negociación.

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

Hay que tener en cuenta, no obstante, que la importante caída de la volatilidad de los mercados de renta variable durante 2017 ha propiciado un descenso de las operaciones HFT, que habitualmente se ejecutan en mayor medida a través de los SMN, lo que podría haber incidido en su participación en el total del mercado.

Por otro lado, el peso de la negociación reportada como OTC se mantendría estable, representando algo más del 40% de la negociación total. Con relación a esta última, cabe esperar un efecto a la baja por el nuevo marco regulador establecido por la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR, puesto que entre sus objetivos básicos se encuentran el incremento de los niveles de transparencia en el mercado y reconducir la negociación OTC hacia entornos regulados.

Contratación en los mercados oficiales operados por BME

La contratación de renta variable en los mercados operados por BME sigue concentrada en el SIBE (véase cuadro 2.1.7), reduciéndose la contratación en corros a una cifra testimonial. El importe negociado en renta variable en el SIBE apenas varió respecto del año anterior, situándose en casi 645.000 millones[10], mientras que el número de operaciones cayó en un 6,4%, acumulando 3 años de descensos consecutivos, hasta situarse en algo menos de 51 millones, lo que refleja el impacto de la caída de las operaciones de alta frecuencia. De este modo, el efectivo medio por operación se incrementó hasta 12.788 euros, un 6,6% más que en el ejercicio anterior.

Contratación de renta variable en los mercados operados por BME

CUADRO 2.1.7

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
Total	**882.482,4**	**957.990,7**	**652.226,2**	**649.883,3**	**-0,4**
Mercados oficiales	**874.386,1**	**951.290,3**	**647.003,2**	**644.766,7**	**-0,3**
SIBE	**874.292,9**	**951.030,4**	**646.992,6**	**644.757,8**	**-0,3**
del que ETF	9.849,4	12.633,8	6.045,2	4.464,1	-26,2
Corros	**92,5**	**246,1**	**7,5**	**8,1**	**9,2**
Madrid	32,6	19,4	3,2	1,8	-45,2
Bilbao	14,3	7,5	0,0	0,1	51,7
Barcelona	45,2	219,1	4,2	6,3	51,2
Valencia	0,3	0,1	0,0	0,0	-4,3
Segundo Mercado	**0,7**	**13,8**	**3,2**	**0,7**	**-77,1**
MAB	**7.723,2**	**6.441,7**	**5.066,2**	**4.985,8**	**-1,6**
Latibex	**373,1**	**258,7**	**156,7**	**130,8**	**-16,5**

Fuente: CNMV.

El número de órdenes disminuyó un 30,9% respecto a 2016, hasta situarse en 422,64 millones, por debajo de los valores alcanzados en los 3 ejercicios anteriores —en 2015 y 2016 se llegaron a alcanzar 645 y 611 millones de órdenes, respectivamente—. Así, la ratio órdenes/operaciones cayó hasta 8,3 veces (11,2 en 2016), lo

10 En esta cifra se incluye la contratación de fondos de inversión cotizados (ETF, por sus siglas en inglés), que ascendió a 4.464 millones.

que confirmó el descenso de la negociación algorítmica, incluida la de alta frecuencia, como consecuencia de un escenario de menor volatilidad en los mercados[11]. La negociación algorítmica habitualmente se caracteriza por el elevado número de órdenes, generalmente de tamaño reducido, trasmitidas al mercado, lo que presiona a la baja el tamaño medio de las operaciones.

Atendiendo a las modalidades de contratación en el mercado continuo, el cuadro 2.1.8 refleja el descenso de las operaciones en las modalidades en sesión mediante órdenes (54% del total) y aplicaciones (8%) en beneficio de la operativa de bloques (37%), que crece un 16,4%, reflejando el incremento de operaciones bilaterales para operaciones de mayor volumen. La operativa de bloques concentra gran parte de las negociaciones realizadas en los nuevos mercados regulados de Londres y los SMN.

Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo[1] CUADRO 2.1.8

Importes en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
En sesión	668.553,2	831.962,6	903.397,2	618.600,9	619.108,6	0,1
Órdenes	346.049,6	453.294,9	475.210,0	350.783,5	335.917,3	-4,2
Aplicaciones	56.565,3	73.056,8	96.187,7	68.631,6	51.316,0	-25,2
Bloques	265.938,3	305.610,8	331.999,5	199.185,8	231.875,3	16,4
Fuera de hora	7.654,7	7.568,9	3.137,9	2.196,1	2.373,8	8,1
Otras modalidades	16.960,1	24.912,5	31.861,5	20.150,4	18.811,3	-6,6

Fuente: CNMV.

La contratación bursátil siguió concentrada en un número relativamente reducido de valores, concentración que aumentó ligeramente respecto al ejercicio anterior. En 2017 fueron necesarios 5 y 14 valores para acumular el 50% y el 75%, respectivamente, del importe efectivo contratado en el SIBE (5 y 15 valores en los últimos 2 ejercicios precedentes). Los valores más contratados fueron los mismos que en 2017 —Banco Santander, BBVA, Telefónica, Inditex e Iberdrola—, que a su vez forman parte del índice europeo Euro Stoxx 50 (véanse anexos I.6 y I.8 para un mayor detalle sobre la contratación y su distribución).

Posiciones cortas

La posición agregada de las ventas en corto que resulta de la información recibida por la CNMV disminuyó durante 2017 hasta situarse al cierre del ejercicio en el 0,7% de la capitalización total de los valores del mercado continuo, por debajo del 0,97% del cierre de 2016. Al final del ejercicio, 5 y 16 valores presentaban unas posiciones cortas del 5% y el 2% de su capitalización individual, respectivamente, frente a los 6 y 18 valores que se encontraban en la misma situación en 2016. La distribución de las posiciones cortas no fue homogénea por sectores, sino que las mayores

11 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. Este tipo de negociación se ve favorecida por escenarios de mayor volatilidad en los mercados.

se concentraron en algunos valores individuales de los sectores de la distribución, la tecnología y las telecomunicaciones, las constructoras, la siderurgia, la ingeniería y los medios de comunicación.

Posiciones cortas CUADRO 2.1.9

	% posiciones cortas s/capitalización[1]	N.º sociedades con posiciones cortas > 2%[2]	N.º sociedades con posiciones cortas > 5%[2]
2013	0,35	9	2
2014	0,57	14	2
2015	0,86	20	7
2016	0,97	18	6
2017	0,70	16	5

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

En todo caso, la información sobre posiciones cortas agregadas que se recoge en esta sección procede de las comunicaciones efectuadas en aplicación de las reglas contenidas en el Reglamento 236/2012 y en sus reglamentos delegados, que obligan a reportar las posiciones cortas en la medida en que supongan el 0,20% del capital social y que, por lo tanto, no incluyen las posiciones cortas que representan porcentajes inferiores, que en el caso de valores de elevada capitalización pueden ser relevantes. La CNMV ha hecho presente esta circunstancia en el ámbito de ESMA en el contexto del proceso de posible revisión parcial de los citados reglamentos.

2.1.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)

En 2017 se autorizaron 5 ofertas públicas de adquisición de valores con un importe potencial de 19.709 millones de euros (19.902 millones si se suman las adquisiciones acordadas previamente), más de 10 veces la cuantía del ejercicio anterior y el valor más alto de los últimos años (véase cuadro 2.1.10). El importe de las operaciones efectivamente realizadas representó el 85,79%[12] del importe potencial al cierre del ejercicio. La relación de las opas autorizadas durante el pasado año puede consultarse en el anexo I.9.

Por volumen, la mayor operación fue inicialmente la oferta voluntaria de Atlantia, S.p.A. sobre Abertis Infraestructuras, S.A. por un valor de 16.341 millones de euros, que representó más del 90% del importe total. En la fecha de cierre de este informe, esta oferta se encuentra en un proceso de ofertas competidoras, puesto que a la opa de Atlantia siguió una segunda oferta formulada por Hochtief AG en octubre de 2017 por un valor de 18.183 millones de euros, que fue autorizada el día 12 de marzo de 2018. Además, se ha anunciado un acuerdo entre los oferentes que podría dar

12 Se ha descontado del importe potencial el correspondiente a la oferta de Atlantia, S.p.A. sobre Abertis Infraestructuras debido a que esta operación era la única autorizada al cierre del ejercicio 2017, pero no ha finalizado en la fecha de cierre de este informe.

lugar a la modificación de la oferta de Hochtief AG y a la retirada de la oferta de Atlantia. El proceso de autorización por parte de la CNMV de estas dos opas ha sido especialmente complejo. Autorizada la opa de Atlantia a primeros de octubre de 2017 por el Consejo de la CNMV, los Ministerios de Fomento y de Energía, Turismo y Agenda Digital formularon, el día 7 de diciembre, sendos requerimientos previos a un recurso contencioso-administrativo, en los que instaban a la CNMV a anular la autorización otorgada. El 8 de enero de 2018 el Consejo de la CNMV decidió, en contestación a los requerimientos, mantener la autorización por entender que, aun en el caso de que la transmisión indirecta de ciertos activos (concesiones de autopistas españolas e Hispasat, S.A.) derivada de la posible toma de control de Abertis por parte de Atlantia precisara de autorizaciones administrativas en el ámbito de las competencias de dichos ministerios, tales autorizaciones administrativas no serían autorizaciones requeridas por una oferta de las que —conforme al artículo 26.2 del Real Decreto 1066/2007, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores—, impiden a la CNMV autorizar la oferta en tanto no quede acreditada su obtención.

Las otras operaciones consistieron en una oferta de exclusión de Sotogrande, S.A. formulada por su accionista de control y tres ofertas de tipo voluntario para tomar el control por parte de Indra Sistemas, S.A. sobre Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.; Aier Eye International (Europe), S.L.U. sobre Clínica Baviera, S.A.; e Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A. sobre Axiare Patrimonio SOCIMI, S.A.

Todas las ofertas se realizaron al precio definido como equitativo por la normativa aplicable. Tres ofertas incluyeron contraprestación en efectivo, otra se formuló con contraprestación mixta (canje de acciones y efectivo), y en otra oferta existe la opción entre un precio en efectivo o un canje de acciones hasta cierto número máximo de aceptaciones, y con la condición, a su vez, de que el canje sea aceptado por determinado número mínimo de acciones.

Asimismo, la oferta de Tecnocom ha supuesto la operación de venta forzosa de la totalidad de los accionistas, al recibir una aceptación superior al 90% de las acciones comprendidas en ella.

Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.1.10

Importes en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017
Autorizadas[1]					
Número	6	7	9	5	5
Importe potencial	395	478	5.049	1.682	18.183
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición[2]	395	644	7.360	1.743	19.902
Realizadas[3]					
Número	6	7	8	5	4
Importe	351	216	4.394	853	1.309
Importe más acuerdos previos de adquisición[2]	351	382	6.705	914	1.502

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

Latibex

Los valores negociados en Latibex presentaron un comportamiento irregular a lo largo del año, con sucesivos trimestres de avances y retrocesos que se saldaron con crecimientos moderados para el conjunto del año. Este comportamiento tuvo su origen en el dispar crecimiento de las economías latinoamericanas, donde destacó el débil crecimiento de Brasil (cuyas compañías se encuentran ampliamente representadas en este mercado), así como en un ligero avance de los precios de las materias primas[13] y el petróleo. Además, su evolución (medida en euros) se vio lastrada por la depreciación de las principales divisas latinoamericanas[14], en especial del real brasileño y el peso argentino, si bien las compañías originarias de esta última economía tienen una ponderación reducida en los índices relevantes.

Los dos índices representativos de valores latinoamericanos incluidos en este SMN, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, registraron avances del 9% y 7,3%, respectivamente, frente al 71 y 67,8%, respectivamente, alcanzados en 2016. En todo caso, y a pesar de ser el único mercado de este tipo en Europa, en la actualidad representa una parte muy pequeña del total admitido a negociación para las distintas compañías en sus principales mercados en Latinoamérica.

El valor de mercado de las acciones registradas en Iberclear a efectos de la negociación en este SMN retrocedió un 3,9% respecto al ejercicio anterior, hasta alcanzar 233,3 millones de euros, lo que supone menos del 1% de la capitalización de las empresas allí negociadas. La mayor parte del saldo registrado en Iberclear correspondió, como en ejercicios anteriores, a empresas brasileñas, que concentraban un 83% del total, seguidas de las mexicanas, que representaban un 15%, siendo 20 el número de compañías negociadas en este mercado.

Sociedades cotizadas en Latibex por países CUADRO 2.1.11

Importes en millones de euros

	N.º de empresas		Valores negociables a precio de mercado[1]			Contratación		
País	2016	2017	2016	2017	% var. 17/16	2016	2017	% var. 17/16
Argentina	2	2	13,5	4,2	-68,6	0,6	0,2	-58,4
Brasil	10	10	208,3	194,2	-6,8	137,9	108,3	-21,5
México	7	7	19,9	34,9	75,2	18,1	21,9	21,0
Perú	1	1	1,1	0,0	-97,1	0,2	0,0	-100,0
Total	**20**	**20**	**242,8**	**233,3**	**-3,9**	**156,7**	**130,8**	**-16,5**

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

Al descenso del valor de mercado de los valores negociados en Latibex se unió el retroceso del 16,5% en la contratación efectiva de estos, hasta alcanzar

13 El índice CRB de materias primas industriales se revalorizo un 4,3% en 2017 (21,9% en 2016).

14 En 2017, el real brasileño, el peso argentino y el peso mexicano se depreciaron un 13,8%, un 25,2% y un 7,6% respecto al euro.

130,8 millones de euros, de los que el 83% y 17% correspondieron a empresas brasileñas y mexicanas respectivamente. La contratación de valores de empresas argentinas y peruanas alcanzó volúmenes testimoniales.

Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Como en años anteriores, los diferentes segmentos negociados en el sistema multilateral de negociación MAB volvieron a tener un comportamiento desigual, con un crecimiento en el número de SOCIMI, en detrimento de las SICAV, cuyo número disminuyó de modo notable por segundo ejercicio consecutivo. En el resto de los segmentos, como recoge el cuadro 2.1.12, el número de sociedades cotizadas apenas varió. En cuanto a la capitalización, creció de modo destacado en el caso de las SOCIMI, observándose un retroceso en el caso de las sociedades en expansión y ligeros avances para las SICAV, que siguieron concentrando más del 90% de la contratación de este SMN.

Sociedades cotizadas en el MAB por segmento

CUADRO 2.1.12

Importes en millones de euros

	N.º de empresas		Capitalización[1]			Contratación		
	2016	2017	2016	2017	% var. 17/16	2016	2017	% var. 17/16
Empresas en expansión	39	41	2.154,6	1.734,7	-19,5	247,8	294,2	18,7
SICAV	3.256	2.864	32.691,5	33.702,3	3,1	4.780,2	4.566,5	-4,5
Sociedades de inversión libre	13	14	418,3	448,7	7,3	23,2	55,5	139,1
SOCIMI	28	46	3.316,5	7.919,0	138,8	15,0	69,6	363,2
Total	**3.336**	**2.965**	**38.580,8**	**43.804,8**	**13,5**	**5.066,2**	**4.985,8**	**-1,6**

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

El número total de sociedades cotizadas en el MAB disminuyó un 11%, hasta alcanzar 2.965 al cierre del ejercicio, debido al retroceso de las SICAV, de las que 392 se dieron de baja, de modo que el número de ellas cotizadas en el MAB quedó en 2.864. A pesar de ello, la capitalización agregada del SMN aumentó un 13,5%, hasta alcanzar 43.804 millones de euros, gracias al fuerte crecimiento del valor de las SOCIMI —cuya capitalización avanzó un 138,8%, hasta 7.919 millones de euros— y al discreto avance del valor de las SICAV.

Las SOCIMI crecen con fuerza por tercer año consecutivo, hasta sumar 46 sociedades, lo que confirma la recuperación y buenas perspectivas del sector inmobiliario. Desde su incorporación al MAB a finales de 2013, el segmento de las SOCIMI no ha parado de crecer apoyado por una legislación fiscal especialmente ventajosa. Las SOCIMI son la adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países[15] y se caracterizan por tener un régimen fiscal favorable 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

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

generados por la venta de activos. Su actividad se centra en el desarrollo, rehabilitación y 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.

En el segmento de empresas en expansión el número de sociedades cotizadas aumentó en 2, hasta alcanzar un total de 41. El importe efectivo contratado creció casi un 19%, hasta los 294 millones de euros, pero su capitalización cayó casi un 20%, hasta situarse por debajo de 1.735 millones de euros, su nivel más bajo desde el año 2013, como consecuencia principalmente del paso de Masmóvil al mercado continuo, en aplicación, por primera vez, de la regla relativa a la superación de 500 millones de euros de capitalización que fue introducida en la Ley del Mercado de Valores en 2015. Si no se tuviera en cuenta el efecto de dicha salida, la contratación en realidad habría crecido un 126%. Las tres empresas que se incorporaron al mercado fueron: Asturiana de Laminados (Elzinc), en marzo; Netex, en octubre; y Greenalia, en diciembre. Masmóvil fue excluida de este segmento en febrero para incorporarse al mercado continuo, como se indica arriba.

2.1.7 Fondos de inversión cotizados (ETF)

La actividad en el segmento de los ETF del SIBE disminuyó de modo significativo en 2017, tanto en lo que respecta a contratación como a patrimonio. A pesar de su flexibilidad para adoptar posiciones de modo diversificado por tipo de activo, mercado, sector, área geográfica e, incluso, estrategia, su tratamiento fiscal está penalizado frente a los fondos de inversión tradicionales (no cotizados) y, a raíz de la consulta publicada por la Dirección General de Tributos con fecha 27 de octubre de 2016, frente a los ETF cotizados en otros mercados europeos, lo cual les resta competitividad.

Su contratación volvió a disminuir por segundo año consecutivo hasta alcanzar 4.464 millones de euros, un 26% menos que en 2016, mientras que su patrimonio cayó al cierre del ejercicio hasta 1.857 millones de euros, un 89% menos que en el periodo anterior. Como en años previos, la contratación se concentró en un número reducido de fondos ligados a la evolución del Ibex, que acumularon más del 95% del notal negociado. Así, al cierre del ejercicio se negociaban 8 ETF en las bolsas españolas, 13 menos que en 2016, al desaparecer los fondos menos líquidos. Como en el año anterior, los ETF negociados siguieron gestionados por tres entidades financieras: una francesa, una alemana y una española. En el caso de la española, sus fondos cotizados se limitan a dos referencias ligadas a la evolución de los índices bursátiles Ibex 35 y Eurostoxx 50.

La mayoría de los ETF contratados en el SIBE siguen estrategias de gestión pasiva basadas en la réplica del Ibex 35, aunque existe un número reducido de fondos inversos y apalancados que concentran una parte significativa del importe negociado en este segmento.

Al contrario de lo que sucede con los fondos de inversión activos, los inversores y las gestoras españoles mantienen una participación muy reducida en este segmento de la inversión colectiva, cuyo crecimiento ha sido muy elevado en los últimos años en Europa gracias a su flexibilidad y reducidas comisiones. Así, según datos de Thomson Reuters Lipper, al cierre del ejercicio alcanzaron un patrimonio gestionado de 631.200 millones de euros en Europa, su récord histórico.

2.2 Mercados de renta fija

Durante 2017, la actividad en los mercados primarios de renta fija españoles se vio respaldada por un entorno de tipos de interés extremadamente reducidos, que pudo haber proporcionado incentivos a los emisores para refinanciarse ante la perspectiva de un futuro endurecimiento de la política monetaria en la zona del euro. Así, el volumen de emisiones netas aumentó de forma considerable, en parte debido a un menor nivel de amortizaciones, y se situó en terreno positivo por primera vez desde 2012.

Las emisiones brutas totales registradas mostraron un ligero aumento, al que contribuyeron tanto las Administraciones públicas (AA. PP.) como las sociedades no financieras, mientras que el volumen emitido por las entidades financieras retrocedió debido a las condiciones más favorables que ofrece su acceso a las facilidades proporcionadas por el Eurosistema. La Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)[16] volvió a concentrar una parte importante del importe total emitido. Asimismo, los tipos de interés reducidos están incentivando a las empresas no financieras cotizadas a aumentar su financiación en los mercados de capitales mediante la emisión de renta fija. La obtención de financiación no bancaria continúa siendo un reto para las pymes, si bien existen mercados como el MARF creados con este objetivo.

Por su parte, las emisiones realizadas por emisores nacionales en otras jurisdicciones aumentaron de forma notable en comparación con el año anterior y representaron un porcentaje destacable con respecto al total emitido por estos. Aunque este fenómeno no es exclusivo del mercado español y tiene su origen en múltiples factores que no conciernen únicamente al ámbito regulatorio o supervisor, la CNMV ha introducido algunos cambios con el objetivo de incrementar la eficiencia en los procesos de verificación de las emisiones de renta fija dirigidas a inversores cualificados, tratando de evitar especificidades innecesarias y combinando el rigor supervisor con la agilidad en el proceso de admisión.

En todos los mercados secundarios de renta fija se registraron caídas en los volúmenes de contratación, si bien el descenso más relevante se produjo en el mercado de deuda pública anotada, que es el mayor en cuanto a importe negociado. El importe de la negociación de deuda privada también retrocedió, aunque la segunda fase de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores del mercado nacional (véase sección 2.4) alteró la comunicación de algunas operaciones, tanto de renta fija pública como privada, durante el último cuatrimestre del año y los importes de 2017 no son totalmente comparables con los de 2016.

2.2.1 Panorama general

Los tipos de interés de la deuda pública se mantuvieron en niveles reducidos en 2017, debido a la continuación de la política monetaria expansiva del BCE, el fuerte crecimiento económico de la economía española y el descenso de la incertidumbre

16 En relación con la SAREB, cabe señalar que la CNMV forma parte de su Comisión de Seguimiento, creada al amparo de la anterior normativa española de resolución. Esta comisión realiza, entre otros, el análisis del plan de negocio de la sociedad, así como el seguimiento de los planes de desinversión y de autorización de la deuda avalada por el Estado español. Desde su creación hasta mediados de 2017, la SAREB ha reducido en más de un 23% su cartera de activos recibidos y ha cancelado deuda por encima del 19%.

política existente a principios de año en la Unión Europea. No obstante, se produjo un ligero incremento en la pendiente de la curva de tipos, ya que las rentabilidades a corto plazo registraron pequeños descensos al confirmarse la continuidad del programa de compras de activos del BCE, mientras que en los tramos de tipos de interés a largo plazo se produjeron leves aumentos ante la perspectiva de un futuro endurecimiento de la política monetaria.

Este entorno de tipos de interés reducidos y abundante liquidez en los mercados, ambos resultantes de la política monetaria acomodaticia aplicada por el BCE, favoreció la actividad de los emisores españoles en los mercados primarios. Así, el coste medio de financiación del Tesoro, que había descendido considerablemente en los últimos años, se mantuvo prácticamente inalterado con respecto a 2016, a la vez que aumentó la vida media de la deuda pública en circulación. Por su parte, la prima de riesgo de los instrumentos de renta fija emitidos por entidades financieras descendió de forma notable a lo largo del año, debido tanto a la robustez del crecimiento económico, que contribuyó al fortalecimiento de sus balances, como a los procesos de saneamiento, reestructuración y reforzamiento de los recursos propios de las entidades y, también, al conjunto de medidas de política monetaria no convencionales aplicadas por el BCE.

Así, el importe de las emisiones brutas registradas durante 2017 aumentó hasta los 437.872 millones de euros (un 2,8% más que en 2016). El volumen de las emisiones netas, condicionado por un descenso de las amortizaciones, creció de forma más significativa y volvió a terreno positivo, algo que no ocurría desde 2012. Por sectores, las emisiones netas efectuadas por las Administraciones públicas aumentaron un 85,4% con respecto a 2016, en parte por la disminución de las amortizaciones debido al aumento de la vida media de la deuda. Por su parte, el importe de las emisiones de las instituciones financieras, si bien aumentó, continuó siendo negativo debido a su acceso a las facilidades de financiación ofrecidas por el Eurosistema. Finalmente, las emisiones netas de las sociedades no financieras aumentaron un 192%, aunque cabe destacar que partían de niveles muy reducidos (véase cuadro 2.2.1).

La SAREB emitió más de una quinta parte del total de los valores de renta fija privada a largo plazo registrados en la CNMV. Las emisiones de esta entidad no se colocan en el mercado, sino que las suscriben íntegramente sus socios.

El mercado secundario oficial de renta fija registró retrocesos en los volúmenes de negociación. La caída más destacada se produjo en el segmento de deuda pública anotada, cuya contratación se redujo hasta los 3,59 billones de euros, 823.723 millones menos que en el ejercicio anterior. Este retroceso se debe, principalmente, a dos factores: i) el efecto sobre la negociación del programa de compras de activos de deuda pública del BCE ; y ii) el menor interés que tienen las entidades financieras en recurrir a operaciones simultáneas usando estos instrumentos, debido a las facilidades de financiación ofrecidas por el Eurosistema (véase cuadro 2.2.2).

Emisiones y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 2.2.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe[1]			Pro memoria: zona del euro	
	2016	2017	% var. 17/16	2017	% var. 17/16
Emisiones brutas[2]	**426.001**	**437.872**	**2,8**	**7.347.646**	**7,6**
Administraciones públicas	227.933	241.868	6,1	2.403.617	0,9
Instituciones financieras	185.897	180.229	-3,0	4.297.902	11,4
Sociedades no financieras	12.170	15.774	29,6	646.128	9,3
Emisiones netas[2]	**-35.081**	**19.191**	**–**	**206.800**	**365,5**
Administraciones públicas	25.299	46.910	85,4	154.643	5,3
Instituciones financieras	-63.256	-36.118	42,9	-25.246	86,5
Sociedades no financieras	2.876	8.400	192,0	77.403	-8,2
Saldos vivos[3, 4]	**1.646.717**	**1.678.969**	**2,0**	**16.565.929**	**-0,4**
Administraciones públicas	942.466	989.029	4,9	7.957.347	1,9
Instituciones financieras	675.695	654.660	-3,1	7.352.177	-3,1
Sociedades no financieras	28.556	35.281	23,5	1.256.405	1,0

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

En el caso del mercado de renta fija AIAF, en el que se negocia la mayor parte de los instrumentos de renta fija privada, el importe de negociación volvió a descender en 2017, en línea con la evolución negativa observada en los últimos años, y se situó en 69.894 millones de euros, lo que supone una reducción del 58,8% con respecto al volumen contratado en 2016. Estos retrocesos se pueden explicar parcialmente por la reducida actividad de las instituciones financieras en los mercados primarios de renta fija pero también, como ya se ha indicado, por la repercusión de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores en la comunicación de algunas operaciones entre septiembre y diciembre (véase nota al pie del cuadro 2.2.2). Por su parte, en el mercado bursátil de renta fija, donde el importe de la contratación había sido marginal en años anteriores, no se produjo ninguna operación.

Contratación en los mercados secundarios oficiales

CUADRO 2.2.2

Importes nominales en millones de euros

Por mercado	2013	2014	2015	2016	2017[1]	% var. 17/16
Deuda pública anotada	8.002.024	8.170.059	5.096.671	4.413.657	3.589.934	-18,7
AIAF	1.400.758	1.118.964	521.854	169.654	69.894	-58,8
Bolsas	46.159	49.072	24.238	6.279	0	-100,0
Total	**9.448.941**	**9.338.095**	**5.642.764**	**4.589.590**	**3.659.829**	**-20,3**

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) La reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores repercutió en la forma de contabilizar determinadas modalidades de negociación de deuda pública y alteró la comunicación de algunas operaciones de renta fija privada durante el último cuatrimestre del año, por lo que las cifras no son totalmente comparables.

2.2.2 Deuda pública

2.2.2.1 Mercado primario

El volumen de emisiones brutas registradas por las AA. PP. aumentó por primera vez desde 2013 hasta los 241.868 millones de euros, lo que supone un incremento del 6,1% con respecto a 2016 e invierte la tendencia decreciente observada en los últimos años. El desglose por tipo de emisor revela que la Administración General del Estado realizó el 97,8% de las emisiones (236.506 millones de euros, un 6% más que en el ejercicio anterior), mientras que el importe emitido por las comunidades autónomas (5.306 millones de euros, un 2,2% del total) y por las corporaciones locales (56 millones de euros) representó un porcentaje muy reducido del total.

Las emisiones netas mostraron un incremento aún mayor (un 85,4%, hasta alcanzar los 46.910 millones de euros). El importe de las emisiones netas realizadas por la Administración General del Estado, que representó prácticamente la totalidad del volumen emitido por las AA. PP., se situó en terreno negativo (-3.528 millones de euros) en el caso de los instrumentos a corto plazo y aumentó considerablemente (hasta los 50.490 millones) en el caso de los instrumentos a largo plazo. Estos importes están en línea con el objetivo expresado por el Tesoro Público de aumentar la vida media de la deuda pública en circulación y reducir así su riesgo de refinanciación, aprovechando el entorno de tipos de interés muy reducidos. Asimismo, tanto las emisiones netas de las comunidades autónomas (CC. AA.) como las de las corporaciones locales fueron residuales, si bien las primeras alcanzaron un importe positivo por primera vez desde 2011 (113 millones) mientras que las segundas fueron negativas (-165 millones). El mayor aumento de las emisiones netas en comparación con las emisiones brutas se debe al descenso del volumen de amortizaciones (véase anexo I.12).

En cuanto a los plazos de emisión, el 60,7% del importe nominal de las emisiones brutas de las AA. PP. correspondió a emisiones a largo plazo y el 39,3% restante, a emisiones a corto plazo. Las primeras aumentaron un 16,2% con respecto a 2016, mientras que las segundas registraron un descenso del 6,4%. Este incremento de la proporción de emisiones a largo plazo, como se ha comentado anteriormente, se produjo en un contexto de condiciones de financiación muy favorables y ante la perspectiva de que se produzca un endurecimiento de la política monetaria en la zona del euro a medio plazo.

2.2.2.2 Mercado secundario

Mercado de deuda pública anotada, AIAF y bolsas

La deuda pública emitida por las AA. PP. está admitida a negociación en tres mercados oficiales: el de deuda pública anotada, AIAF y las bolsas de valores, si bien en este último no se realizaron operaciones en 2017. En general, la negociación de estos activos durante el año se vio desincentivada por el contexto de tipos de interés reducidos y la escasa volatilidad observada en estos instrumentos.

En el mercado de deuda pública anotada, donde se negoció más del 99% del volumen total de deuda pública contratado, el importe negociado volvió a caer por tercer año consecutivo y se situó en 3,59 billones de euros, lo que supone un descenso del 18,7% con respecto a 2016 y representa menos de la mitad del volumen alcanzado

en 2014 (43,9%). Esta caída se debió tanto a la contratación de instrumentos a largo plazo (bonos y obligaciones del Estado) como a la de los de corto plazo (Letras del Tesoro), si bien en este último caso el descenso fue más intenso. En concreto, el volumen de negociación de los bonos y obligaciones del Estado descendió hasta los 2,81 billones de euros, un 10,3% menos que en el año anterior. El desglose por tipo de operación para esta categoría muestra que el retroceso se concentró en las simultáneas, con una disminución del 52%, mientras que se observó un importante aumento (79,1%) en la modalidad de contratación a vencimiento (véase cuadro 2.2.3).

Contratación en el mercado de deuda pública anotada

CUADRO 2.2.3

Importes en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017[1]	% var. 17/16
Letras	**1.522.409**	**1.032.591**	**921.196**	**1.268.902**	**764.895**	**-39,7**
A vencimiento	243.841	283.516	338.573	548.249	516.058	-5,9
Contado	239.107	278.152	334.274	546.155	509.986	-6,6
Plazo	4.733	5.364	4.299	2.094	6.072	190,0
Pacto de recompra	0	0	0	0	0	–
Simultáneas	1.278.569	749.075	582.623	720.653	248.836	-65,5
Bonos y obligaciones	**6.468.526**	**7.127.181**	**4.165.026**	**3.136.660**	**2.812.699**	**-10,3**
A vencimiento	1.078.083	1.158.897	931.175	997.849	1.786.664	79,1
Contado	1.048.621	1.106.868	900.483	987.018	1.609.111	63,0
Plazo	29.462	52.029	30.692	10.832	177.553	1.539,2
Pacto de recompra	0	0	0	0	0	–
Simultáneas	5.390.443	5.968.284	3.233.851	2.138.811	1.026.035	-52,0
Deuda CC. AA. y otras instituciones públicas	**11.089**	**10.287**	**10.450**	**8.095**	**12.341**	**52,5**
A vencimiento	7.683	9.543	7.723	6.235	9.904	58,8
Contado	5.912	4.545	4.034	4.220	5.970	41,5
Plazo	1.771	4.998	3.689	2.015	3.934	95,2
Pacto de recompra	0	0	0	0	0	–
Simultáneas	3.406	744	2.727	1.860	2.437	31,0
Total	**8.002.024**	**8.170.059**	**5.096.671**	**4.413.657**	**3.589.934**	**-18,7**

Fuente: Banco de España. (1) Como consecuencia de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores, la contratación de simultáneas pasó a contabilizarse en la categoría de operaciones a vencimiento desde septiembre de 2017.

La negociación de instrumentos a corto plazo (Letras del Tesoro) descendió un 39,7%, hasta los 764.895 millones de euros. Por tipo de operación, de nuevo las simultáneas mostraron el mayor retroceso (-65,5%) y se situaron en 248.836 millones de euros, lo que representó un 32,5% del total, mientras que las operaciones a vencimiento pasaron a ser las más importantes en términos de volumen, a pesar de caer un 5,9%, al registrar una contratación de 516.058 millones de euros (un 67,5% del total).

En la interpretación de la evolución de los importes negociados por tipo de operación, tanto de los instrumentos a corto plazo como de los de largo plazo, es importante tener en cuenta que estos se vieron afectados por la reforma del sistema de

compensación, liquidación y registro de valores[17], ya que la contratación de simultáneas pasó a contabilizarse en la categoría de operaciones a vencimiento a partir de septiembre. Por lo tanto, los aumentos y reducciones en los importes no corresponden únicamente a cambios reales en la contratación, sino que también se ven afectados por la forma de comunicar las operaciones.

Como se puede apreciar en el cuadro 2.2.4, el volumen de contratación de deuda pública en AIAF y en las bolsas de valores cayó un 66,5% en 2017 y se situó en 1.597 millones de euros. El descenso vino ocasionado por la desaparición de la negociación en bolsas de valores, donde en años anteriores se habían contratado bonos y obligaciones de CC. AA. y otros organismos públicos. Así, la contratación se produjo íntegramente en AIAF, mercado en el que el importe nominal negociado aumentó un 6,3% con respecto a 2016. La categoría de bonos y obligaciones de entidades estatales, que es la más importante por volumen de contratación, creció un 5,5%, hasta alcanzar los 1.453 millones de euros (91% sobre el total).

Contratación de deuda pública en AIAF y bolsas

CUADRO 2.2.4

Importes en millones de euros

Por mercado	2013	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
AIAF	**177**	**264**	**5.112**	**1.502**	**1.597**	**6,3**
Letras del Tesoro	12	31	30	8	4	-50,8
Bonos y obligaciones del Estado	144	213	233	112	120	7,3
Bonos y obligaciones CC. AA.	0	0	0	0	0	–
Bonos y obligaciones corporaciones locales	4	0	0	0	0	–
Bonos y obligaciones entidades estatales	6	0	4.828	1.377	1.453	5,5
Bonos y obligaciones otros organismos públicos	11	20	21	6	20	251,7
Bolsas de valores	**41.363**	**42.848**	**22.498**	**3.262**	**0**	**-100,0**
Letras del Tesoro	12	0	0	0	0	–
Bonos y obligaciones del Estado	102	0	0	0	0	–
Bonos y obligaciones CC. AA.	40.100	42.048	21.747	3.103	0	-100,0
Bonos y obligaciones corporaciones locales	51	0	5	0	0	–
Bonos y obligaciones entidades estatales	0	0	0	0	0	–
Bonos y obligaciones otros organismos públicos	1.099	800	746	159	0	-100,0
Total	**41.539**	**43.112**	**27.609**	**4.765**	**1.597**	**-66,5**

Fuente: CNMV.

17 BME llevó a cabo la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores, que introdujo tres cambios centrales: i) la migración a un sistema de registro basado en saldos, ii) la introducción de una entidad de contrapartida central (ECC) —BME Clearing—, y iii) la integración en una única plataforma de CADE y SCLV. Esta reforma se implementó en dos fases: la primera se realizó en abril de 2016 y supuso la implantación de la ECC y el paso del SCLV a ARCO, mientras que la segunda tuvo lugar en septiembre de 2017, momento en el que se produjo el paso de CADE a ARCO y la conexión a T2S.

SENAF

El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF) es un sistema multilateral de negociación del grupo BME destinado a la contratación mayorista de deuda pública española (tanto al contado como en repos y simultáneas) y de algunos activos registrados en AIAF. La negociación en esta plataforma está restringida a los miembros institucionales admitidos y se realiza bajo la modalidad «ciega», es decir, de forma anónima. En 2017 la contratación descendió hasta los 137.617 millones de euros (un 21,3% menos que en 2016). El retroceso se debió en gran parte al descenso en el importe de la contratación de Letras del Tesoro, que cayó un 29,7%, hasta los 70.905 millones de euros (un 51,5% del total). En conjunto se cruzaron 13.731 operaciones, un 13,1% menos que en el ejercicio anterior.

2.2.3 Renta fija privada

2.2.3.1 Mercado primario

El importe de las emisiones brutas de renta fija privada registradas en la CNMV se situó en 109.487 millones de euros en 2017, un 21,2% menos que en 2016, con lo que se puso fin a la leve tendencia creciente observada desde 2014. Las emisiones realizadas por las instituciones financieras, que supusieron la mayoría del volumen total emitido (en torno al 96%), retrocedieron un 21,3% debido a la abundante liquidez derivada de las operaciones de financiación del Eurosistema, entre ellas el programa TLTRO II, adjudicado a finales de marzo[18]. Cabe destacar, como se detalla a continuación, que si se excluyen los importes emitidos por la SAREB, el volumen de emisiones realizadas por las entidades financieras aumentó un 6,38% con respecto a 2016 (véase cuadro 2.2.5).

Los valores con vencimiento a largo plazo representaron el 83,6% del total emitido, un porcentaje muy similar al observado en 2016, mientras que los pagarés de empresa alcanzaron el 16,4%. Todos los instrumentos registraron descensos en el volumen de emisiones con respecto al año anterior (a excepción de la deuda subordinada, cuyo importe emitido aumentó, en un contexto de búsqueda de mayores rentabilidades por parte de los inversores). El retroceso más destacado fue el de las cédulas territoriales, que cayó un 95%, mientras que la emisión de bonos y obligaciones no convertibles y bonos de titulización lo hizo un 25,3% y un 17,2%, respectivamente. Por su parte, los pagarés de empresa registraron un descenso del 22%. Como se puede observar en el cuadro 2.2.5, los instrumentos con mayor importe de emisiones registradas en la CNMV fueron los bonos y obligaciones no convertibles (27,4%), seguidos de las cédulas hipotecarias (27,2%), los bonos de titulización (26,9%) y los pagarés de empresa (16,4%).

Las emisiones de bonos y obligaciones se redujeron hasta los 30.006 millones de euros (40.170 millones en 2016). Las emisiones realizadas por la SAREB, con un importe de 20.040 millones, representaron el 66,8% del total (76,7% en 2016). Si excluimos los importes registrados por esta entidad, las emisiones aumentaron un

18 Las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) son una de las herramientas de política monetaria que utiliza el BCE y mediante las cuales se ofrecen préstamos a largo plazo a entidades financieras con el fin de promover la concesión de crédito a empresas y hogares en la zona del euro.

6,38% con respecto a 2016 y alcanzaron los 9.965 millones de euros, de los cuales 2.361 millones (un 23,7%) correspondieron a bonos estructurados.

Las emisiones de cédulas hipotecarias disminuyeron un 5,7%, hasta los 29.824 millones de euros, una caída que, en términos porcentuales, fue notablemente inferior a las registradas para el resto de instrumentos. Esta disminución se debió en gran parte a la continua reducción del saldo del crédito hipotecario, resultante del proceso de desapalancamiento de los hogares, y a pesar del efecto favorable sobre las emisiones que tuvo el tercer programa de compras de bonos garantizados del BCE (CBPP3, por sus siglas en inglés), comentado en detalle en el recuadro 1. Las cédulas territoriales, que se vieron afectadas por la disminución del saldo del crédito otorgado a las Administraciones públicas y por el hecho de que muchas de ellas se financian fuera del mercado, experimentaron un descenso extraordinario (desde 7.250 millones de euros en 2016 hasta 350 millones en 2017).

Por su parte, las emisiones de bonos de titulización cayeron un 17,2% con respecto a 2016 y se situaron en 29.415 millones de euros. Tanto las titulizaciones de préstamos a empresas como las de créditos hipotecarios disminuyeron, con unas caídas del 35,5% en el primer caso y del 24,1% en el segundo, y se situaron, respectivamente, en 4.850 y 14.885 millones de euros, lo que representa un 16,4% y un 50,6%, respectivamente, del total (véase anexo I.18). Asimismo, las titulizaciones de deuda emitida para la financiación del déficit eléctrico representaron el 8,5% de los bonos de titulización emitidos (6,5% en 2016). En este caso, el programa de compras de bonos de titulización del BCE (ABSPP, por sus siglas en inglés), ha tenido un impacto mucho más limitado sobre las emisiones.

Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos CUADRO 2.2.5

Importes nominales en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017
A largo plazo	**94.848**	**96.604**	**109.298**	**116.068**	**91.576**
Bonos y obligaciones no convertibles	32.537	41.155	39.100	40.170	30.006
De deuda subordinada	0	1.000	500	512	1.550
Bonos y obligaciones convertibles	803	750	53	0	0
Cédulas hipotecarias	24.800	23.838	31.375	31.643	29.824
Cédulas territoriales	8.115	1.853	10.400	7.250	350
Bonos de titulización	28.593	29.008	28.370	35.505	29.415
Participaciones preferentes	0	0	0	0	1.000
Otras emisiones	0	0	0	1.500	981
A corto plazo[1]	**43.991**	**33.654**	**27.310**	**22.960**	**17.911**
Pagarés de empresa	43.991	33.654	27.310	22.960	17.911
De titulización de activos	1.410	620	2.420	1.880	1.800
Total	**138.839**	**130.258**	**136.607**	**139.028**	**109.487**

Fuente: CNMV. (1) Las cifras de emisión de pagarés corresponden a los importes colocados.

Como ha sucedido en los últimos años, el importe de los bonos de titulización suscritos por el propio emisor fue muy elevado (82%, similar al 77,9% registrado en 2016). Los anexos I.17 y I.18 incorporan información adicional sobre las emisiones de bonos de titulización registradas en la CNMV.

En línea con la tendencia observada en los últimos 5 años, el importe de la emisión de pagarés de empresa disminuyó hasta los 17.911 millones de euros, lo que representa un descenso del 22% con respecto a la cifra registrada en 2016. Esta evolución se explica por el escaso atractivo de los pagarés, ya que ofrecen una rentabilidad muy baja en el entorno actual de tipos de interés reducidos. Dentro de este grupo, los pagarés de titulización, que fueron emitidos por una sola entidad (Banco Santander), se redujeron un 4,3%, hasta los 1.800 millones de euros.

Los anexos I.14, I.15 y I.16 ofrecen un mayor detalle de las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV.

Las emisiones brutas de renta fija privada realizadas por los emisores españoles en el exterior aumentaron un 44,7% en 2017, hasta alcanzar los 84.771 millones de euros[19], y se vieron favorecidas por el programa de compras de deuda corporativa del BCE (CSPP, por sus siglas en inglés, para el que solo son elegibles los activos de renta fija emitidos por corporaciones no bancarias), que redujo la prima de riesgo de estos activos. Los incrementos tuvieron lugar en el segmento de instrumentos a largo plazo, que, con un importe de 61.125 millones de euros, casi duplicaron el registro de 2016 (31.655 millones). Dentro de este grupo destacaron los aumentos porcentuales de las emisiones de instrumentos híbridos —bonos contingentes convertibles y, en menor medida, participaciones preferentes— y de las obligaciones subordinadas (387% y 131,4%, respectivamente). En términos absolutos, el incremento más importante se produjo en la emisión de bonos y obligaciones, cuyo importe aumentó hasta los 49.882 millones de euros (28.122 millones en 2016). Por su parte, los pagarés de empresa registraron un descenso del 12,2% y se situaron en 23.646 millones de euros, lo que representa un 27,9% del total emitido en el exterior (véase cuadro 2.2.6).

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

CUADRO 2.2.6

Importes nominales en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
A largo plazo	**34.299**	**35.281**	**33.362**	**31.655**	**61.125**	**93,1**
Deuda híbrida[1]	1.588	5.602	2.250	1.200	5.844	387,0
Obligaciones subordinadas	750	3.000	2.918	2.333	5.399	131,4
Bonos y obligaciones	31.961	26.679	28.194	28.122	49.882	77,4
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	–
A corto plazo	**13.400**	**21.441**	**32.984**	**26.932**	**23.646**	**-12,2**
Pagarés de empresa	13.400	21.441	32.984	26.932	23.646	-12,2
De titulización de activos	0	0	0	0	0	–
Total	**47.699**	**56.722**	**66.347**	**58.587**	**84.771**	**44,7**

Fuente: Banco de España. (1) Incluye bonos contingentes convertibles (CoCos) y participaciones preferentes.

19 Con el objetivo de contribuir a que el mercado español sea atractivo para la admisión a negociación de bonos y obligaciones, tanto de empresas españolas como del resto de la Unión Europea, la CNMV comunicó en diciembre de 2017 su intención de introducir algunos cambios, para agilizar sus procedimientos de verificación de emisiones de renta fija dirigidas a inversores cualificados. Entre estos cambios destaca la disminución del número de días necesario para completar alguna de las etapas de la emisión o el hecho de que la firma pueda tener lugar cualquier día laborable. Véase www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={2b7c0cf2-ce0e-4b3d-93c8-f9e431b9bf5b}

2.2.3.2 Mercado secundario

AIAF y bolsas

En los dos mercados secundarios oficiales donde se negocia la deuda privada en España —AIAF y las bolsas de valores—, el saldo vivo de los instrumentos de renta fija admitidos a negociación fue de 494.665 millones de euros, un 3,2% menos que en 2016. El saldo vivo de los valores admitidos a cotización en AIAF descendió un 3,1% con respecto al cierre de 2016 y se situó en 493.630 millones de euros a finales de año, lo que representa un 99,8% del total. El desglose por instrumentos (véase cuadro 2.2.7) muestra que esta reducción se produjo en todas las categorías. En términos absolutos, los mayores retrocesos se produjeron en el saldo vivo de los bonos de titulización y las cédulas hipotecarias, mientras que, en términos porcentuales, las mayores caídas se registraron en los pagarés de empresa (25,8%) y las cédulas territoriales (11,3%). Los bonos de titulización y las cédulas hipotecarias continuaron siendo los instrumentos con mayor peso relativo en el saldo admitido a negociación, con un 41,4% y un 36,7%, respectivamente.

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija privada en AIAF CUADRO 2.2.7

Importes nominales en millones de euros

	N.º de emisores		N.º de emisiones		Saldo vivo		
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	% var. 17/16
Pagarés de empresa	14	14	333	179	16.149	11.979	-25,8
Bonos y obligaciones	328	315	1.876	1.657	279.646	276.093	-1,3
Bonos de titulización	278	262	956	889	218.953	204.570	-6,6
Cédulas hipotecarias	43	41	234	218	186.528	181.309	-2,8
Cédulas territoriales	9	7	28	24	26.887	23.862	-11,3
Bonos matador	6	6	6	6	387	387	0,0
Total	**372**	**383**	**2.477**	**2.084**	**509.597**	**493.630**	**-3,1**

Fuente: AIAF y elaboración propia.

El saldo vivo de renta fija admitida a negociación en las bolsas cayó un 18,5% y se situó en 1.035 millones de euros. Este saldo correspondió en su totalidad a emisiones del sector financiero (véase cuadro 2.2.8).

La contratación total de renta fija privada realizada en AIAF durante 2017 se situó en 68.297 millones de euros, un 59,4% menos que en el año anterior, manteniendo así la tendencia descendente observada en los últimos ejercicios. El descenso se produjo en todos los tipos de activos (véase cuadro 2.2.9), si bien la mayor caída se registró en la negociación de cédulas territoriales (92,8%). Los descensos también fueron importantes en la contratación de cédulas hipotecarias (68,5%) y de pagarés (65,5%).

Por tipo de operación, las operaciones simples han ido ganando importancia en términos de volumen negociado en los últimos años y en 2017 supusieron el 84,3% del importe total contratado, mientras que las simultáneas han ido perdiendo terreno y en 2017 representaron el 14,7% del total negociado. Por su parte, la contratación de repos cayó un 83,8%, hasta los 672 millones de euros (el 1% del total negociado).

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

CUADRO 2.2.8

Importes nominales en millones de euros

	N.º de emisores		N.º de emisiones		Saldo vivo		
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	% var. 17/16
Instituciones financieras	8	7	27	24	1.270	1.035	-18,5
Entidades de crédito	0	0	0	0	0	0	–
Otras instituciones financieras[1]	8	7	27	24	1.270	1.035	-18,5
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	–
Bolsa de Barcelona	8	7	27	24	1.270	1.035	-18,5
Bolsa de Bilbao	1	0	1	1	90	0	-100,0
Bolsa de Madrid	1	0	1	1	90	0	-100,0
Bolsa de Valencia	1	0	1	1	90	0	-100,0
Total	**8**	**7**	**27**	**27**	**1.270**	**1.035**	**-18,5**

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

El porcentaje del volumen negociado en las operaciones por cuenta propia sobre el total registrado en AIAF ha venido disminuyendo en los últimos años hasta situarse en un 28,1% en 2017, mientras que las operaciones con terceros llegaron a representar un 71,9%. La contratación de las operaciones por cuenta propia descendió hasta los 19.192 millones de euros, un 63,3% menos que en 2016 (véase anexo I.19). Por instrumentos, hubo retrocesos sustanciales generalizados, si bien destacó el de las cédulas territoriales, cuya negociación cayó un 88,7%. Las cédulas hipotecarias continuaron siendo el instrumento más negociado a pesar de experimentar un descenso del 61,8%, superior al del segundo instrumento más negociado, los bonos de titulización, cuya caída fue del 40,1%. La contratación de los pagarés de empresa representó el 19,9%.

Contratación de renta fija privada en AIAF

CUADRO 2.2.9

Importes nominales en millones de euros

Por tipo de activo	2013	2014	2015	2016	2017[1]	% var. 17/16
Pagarés	112.560	48.817	31.346	20.684	7.144	-65,5
Bonos y obligaciones	859.492	611.566	251.412	63.011	35.824	-43,1
Bonos de titulización	538.065	341.828	177.844	36.555	18.502	-49,4
Cédulas hipotecarias	341.674	376.273	187.202	79.116	24.936	-68,5
Cédulas territoriales	86.759	82.023	46.711	5.329	382	-92,8
Bonos matador	97	21	71	11	11	-4,2
Por tipo de operación						
Simple	290.457	396.077	234.085	126.590	57.599	-54,5
Repo	69.063	29.800	14.891	4.144	672	-83,8
Simultánea	1.041.061	692.822	267.766	37.418	10.026	-73,2
Total	**1.400.581**	**1.118.700**	**516.742**	**168.152**	**68.297**	**-59,4**

Fuente: AIAF y elaboración propia. (1) Los importes negociados en 2017 están afectados por la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores, que introdujo cambios en la comunicación de las transacciones en el último cuatrimestre.

La negociación con terceros se redujo un 57,6%, hasta los 17.591 millones de euros. Las cédulas territoriales registraron el descenso más notable (99,3%), mientras que los bonos (incluidos los de titulización) experimentaron un retroceso más moderado (33,5%) y pasaron a ser la categoría con más contratación en detrimento de las cédulas hipotecarias, cuyo importe negociado disminuyó un 70,3%. Los pagarés de empresa, por su parte, cayeron un 68,9%.

Finalmente, no se produjo negociación de renta fija privada en las bolsas.

Contratación de renta fija privada en las bolsas CUADRO 2.2.10

Importes nominales en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
Instituciones financieras	4.792	6.580	1.741	1.514	0	-100,0
Entidades de crédito	1.743	849	19	0	0	–
Otras instituciones financieras[1]	3.049	5.731	1.722	1.514	0	-100,0
Sociedades no financieras	4	0	0	0	0	–
Bolsa de Barcelona	4.057	5.793	1.723	1.514	0	-100,0
Bolsa de Bilbao	4	1	0	0	0	–
Bolsa de Madrid	401	142	7	0	0	–
Bolsa de Valencia	335	644	11	0	0	–
Total	**4.796**	**6.580**	**1.741**	**1.514**	**0**	**-100,0**

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

Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

El MARF es un mercado destinado principalmente a la financiación de pymes mediante la emisión de valores de renta fija. Este mercado adopta la estructura jurídica de un sistema multilateral de negociación y está dirigido principalmente a inversores institucionales.

El importe nominal emitido en 2017 se situó en 3.969,9 millones de euros, lo que supuso un aumento del 80,1% con respecto al registro de 2016. La mayor parte de este importe correspondió a pagarés (92%) emitidos por 23 sociedades, entre ellas algunas grandes empresas como El Corte Inglés, Vocento, Sacyr, Gestamp, Fluidra o Tubos Reunidos, en 303 operaciones. El volumen de las emisiones de bonos (emitidos por Tecnocom, Masmóvil, Pikolin, etc.), en cambio, descendió un 24,6%, hasta los 318,3 millones de euros, en un contexto en el que las condiciones para obtener financiación bancaria tradicional están mejorando. Este importe representó el 8% del total y fue emitido por 10 sociedades en 16 operaciones.

Las operaciones sobre los valores admitidos a contratación en el MARF se realizaron mayoritariamente de forma bilateral, de manera que el volumen contratado en este SMN fue muy reducido. Así, se negoció un importe nominal de 3 millones (1,5 millones en 2016) en 24 operaciones, que correspondieron en su totalidad a bonos y obligaciones.

Una medición de la liquidez de la renta fija española entre 2005 y 2016

RECUADRO 3

El concepto de liquidez es intuitivamente sencillo: tiene que ver con la posibilidad de comprar y vender rápidamente un activo sin incurrir en pérdidas significativas. Pero estos conceptos pueden tener diferentes interpretaciones dependiendo del contexto. En los mercados financieros, por ejemplo, proporcionar medidas exactas de liquidez para cada tipo de activo es una tarea compleja, pero es posible establecer un orden de activos en función de su liquidez. En los extremos estarían el efectivo como activo más líquido y los productos estructurados, los derivados y, en general, todos aquellos activos sin mercado secundario como productos menos líquidos. En una posición intermedia estarían las acciones, que en general son productos muy líquidos, y la renta fija, cuya casuística es más compleja porque, aunque la mayoría de productos tienen mercado secundario (factor positivo para la liquidez), presentan una gran heterogeneidad y muchos de ellos no negocian durante mucho tiempo (factor negativo para la liquidez).

Valorar las condiciones de liquidez en los mercados de renta fija se ha convertido en una tarea muy importante, tanto para los supervisores de los mercados como para los participantes en ellos, si se tienen en cuenta tres cambios que han afectado profundamente a estos mercados durante los últimos años: i) la regulación financiera tras la crisis financiera internacional, ii) el contexto de tipos de interés extremadamente reducidos, especialmente en Europa, y iii) las políticas no convencionales de los bancos centrales orientadas a la compra de bonos en los mercados. La sensación de algunos participantes es que los mercados de renta fija son mucho menos líquidos que antes de la crisis, a pesar de que la innovación tecnológica ha tenido, en principio, unos efectos beneficiosos sobre la liquidez. Algunos estudios empíricos publicados durante los últimos años analizaron las condiciones de liquidez en diversos mercados de bonos —en su mayoría europeos[1]— y, en general, concluyeron que no se apreciaba un deterioro significativo en ella. Sin embargo, algunas críticas sobre su enfoque y la metodología empleada han hecho aparecer actualizaciones que sí parecen ilustrar más recientemente una pérdida de liquidez.

En este recuadro se presenta el resumen de un documento de trabajo publicado en la web de la CNMV en 2017, que trata de evaluar las condiciones de liquidez de la deuda española entre los años 2005 y 2016[2]. Siguiendo la metodología que propusieron Broto y Lamas (2016) para el mercado estadounidense, se ha calculado un indicador sintético de liquidez de los bonos españoles que permite extraer conclusiones no solo de la evolución de la liquidez en el tiempo, sino también de la de sus dimensiones (por ejemplo, los costes de transacción) y del sector que contribuye a sus variaciones.

El estudio se basa en el cálculo de indicadores individuales de liquidez con datos sobre precios y cantidades (transacciones) de varios tipos de activos: bonos, cédulas y titulizaciones, todos ellos emitidos por emisores españoles privados con independencia del mercado donde coticen. La información sobre las transacciones procede de AIAF, el mercado español de renta fija, y del Transaction Reporting Exchange Mechanism (TREM) para aquellas operaciones realizadas en mercados exteriores y OTC. Los indicadores individuales de

liquidez, que se describen brevemente a continuación, representan alguna de estas características del mercado: estrechez, profundidad, amplitud y resistencia.

– Diferencial de precios *bid-ask*: se calcula como la diferencia entre el precio cotizado para la venta de un bono y el precio cotizado para una compra inmediata del mismo activo. Este indicador se incluye como uno de los representantes de la estrechez del mercado o de los costes de transacción.

– Volumen: se calcula agregando los volúmenes contratados cada día. En general, un mercado con mayor volumen de negociación se asocia con mercados más líquidos. Este indicador suele considerarse representativo de la profundidad del mercado.

– Rotación: se define para cada activo como el cociente entre el volumen negociado y el importe total emitido de este activo. También es un indicador de profundidad.

– Proporción de bonos negociados: se calcula como el porcentaje de bonos que ha tenido alguna operación de compraventa sobre el total de bonos vivos durante un periodo de tiempo. Es el tercer indicador que ilustra la profundidad del mercado.

– Ratio de Amihud: esta ratio trata de medir el efecto del volumen de negociación sobre el rendimiento de un activo y representa la amplitud del mercado.

– Coeficiente de eficiencia del mercado: se calcula como el cociente entre la varianza de los rendimientos de un activo en un periodo largo y en uno más breve, y se toma como aproximación a la resistencia del mercado.

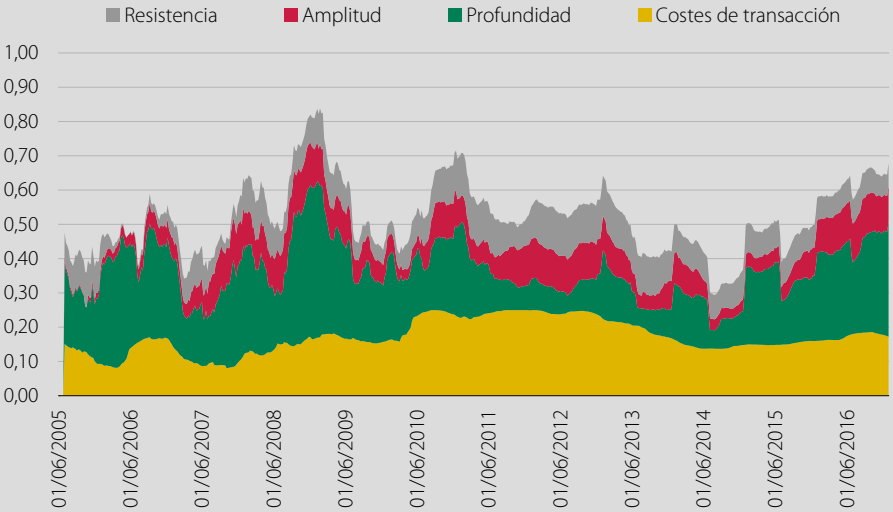
El gráfico R3.1 presenta el indicador de liquidez después de transformar y agregar la información de los indicadores anteriores utilizando las funciones de distribución acumuladas, el análisis de componentes principales y la relevancia de los saldos vivos de los distintos tipos de deuda. El gráfico distingue la contribución de las diferentes dimensiones de la liquidez (panel superior) y la de los diferentes sectores (panel inferior). Según los cálculos del estudio, el indicador muestra tres momentos en los que la liquidez de la renta fija presentó un deterioro significativo y que se corresponden con la incertidumbre provocada por la quiebra de Lehman Brothers a finales de 2008, cuando el indicador alcanzó un valor de 0,84, y con las dudas producidas por la crisis de la deuda soberana en Europa en 2010 y 2012. Entre 2012 y 2014 el indicador de liquidez presentó una mejoría considerable pero esta tendencia se invirtió nuevamente desde 2015, año a partir del cual se observa un deterioro gradual en las condiciones de liquidez de la renta fija española.

Las contribuciones de las diferentes dimensiones de la liquidez, así como de los sectores, han cambiado a lo largo del tiempo, especialmente en los momentos de mayor estrés en el mercado. Así, por ejemplo, observamos que, en la crisis financiera global, la pérdida de liquidez de la renta fija estuvo más relacionada con el deterioro de la profundidad del mercado y de su resistencia,

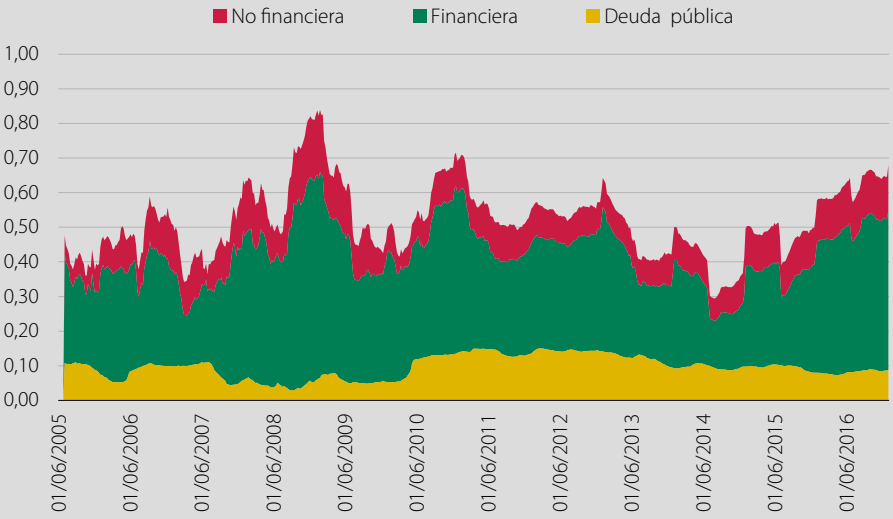
sobre todo en el sector financiero. Sin embargo, en los periodos de pérdida de liquidez vinculados a la crisis de la deuda soberana europea, el papel de los costes de transacción fue mucho más relevante y en ellos se observa, además, un deterioro de la liquidez tanto en la renta fija financiera como en la deuda pública.

Indicador sintético de liquidez de la deuda española GRÁFICO R3.1

Con desglose de la dimensión de liquidez



Con desglose del sector



Fuente: CNMV.

En el periodo más reciente del estudio se observa un deterioro más gradual de la liquidez en los activos de deuda que no parece estar relacionado con ningún episodio de estrés en los mercados financieros, sino deberse a factores de carácter estructural. La pérdida de liquidez se explicaría por un mayor deterioro de la profundidad del mercado, sobre todo en activos de deuda financiera. Esto, hasta cierto punto, es natural teniendo en cuenta la proliferación de activos complejos que tienen una escasa negociación en los mercados después de la crisis financiera. Factores mencionados con anterioridad como, por

ejemplo: i) el cambio de la regulación financiera, que desincentiva la actividad de *market making* de los bancos; ii) el contexto de tipos de interés reducidos, que hace menos atractiva la contratación de los productos de deuda; y iii) el programa de compras de activos del BCE, que está retirando del mercado una proporción no desdeñable de bonos, explicarían parte de la disminución de la liquidez en el mercado.

En el futuro, es previsible que las condiciones de liquidez de estos productos mejoren de forma progresiva debido, fundamentalmente, a la reversión a medio plazo de la política monetaria adoptada por el BCE, que incidirá al alza en los tipos de interés y dejará de comprar masivamente deuda en los mercados.

1 Véanse AMF (2015). *Study of Liquidity in French Bond Markets* ; FCA (2016). *New evidence on liquidity in UK corporate bond markets.* Disponible en https://www.fca.org.uk/publications/research/new-evidence-liquidity-uk-corporate-bond-markets; ESMA (2016). Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, n.º 2; y ESMA (2017). *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 1. Además, en ESMA se ha creado un grupo de trabajo para evaluar la liquidez en el mercado de deuda corporativa en Europa, que utiliza, entre otras fuentes, la información del Transaction Reporting Exchange Mechanism (TREM) de cada Estado. Sus resultados no están aún disponibles.

2 Cambón, M. I., Cano, J. L. y González, J. (2017). *Measuring liquidity of Spanish debt*. Documento de Trabajo de la CNMV n.º 66. Disponible en: http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx

2.3 Mercados de productos derivados

En esta sección se analiza la evolución durante 2017 de la actividad de los mercados organizados españoles de productos derivados: MEFF Exchange (derivados financieros y contratos sobre energía eléctrica) y el mercado bursátil de *warrants* y certificados. En el primero se produjo un ligero aumento del número de contratos negociados en derivados financieros. En sentido contrario, al igual que sucedió en 2016, tanto la actividad transaccional en el mercado secundario bursátil de *warrants* como el volumen emitido de estos en el mercado primario disminuyeron con respecto a los registros que se observaron en el año anterior.

2.3.1 MEFF Exchange

Derivados financieros

La negociación de los contratos de derivados negociados en MEFF creció en 2017 un 1,2% debido al incremento de la actividad en los contratos sobre índices (un 12,1% más), que compensaron el retroceso de los contratos de derivados sobre acciones (un 1,2% menos). Asimismo, la contratación de futuros sobre el bono soberano español a diez años, que había caído drásticamente en 2016, desapareció a causa de la competencia ejercida por un contrato similar del mercado alemán Eurex[20].

20 Eurex lanzó el 26 de octubre de 2015 su contrato Euro-BONO Futures, un futuro cuyo activo subyacente es el bono soberano español a diez años.

Negociación en los mercados de derivados financieros europeos

CUADRO 2.3.1

Miles de contratos

	2015	2016	2017	% var. 17/16
Eurex	1.672.648	1.727.460	1.675.898	-3,0
ICE Futures Europe	901.659	973.858	1.166.947	19,8
Euronext	135.515	126.241	140.276	11,1
Nasdaq Exchange Nordic Markets	99.990	91.077	86.420	-5,1
London Stock Exchange Group	48.879	54.065	42.538	-21,3
MEFF	40.056	40.205	40.703	1,2

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

En el segmento de derivados sobre el Ibex 35, los contratos con mayor volumen fueron los futuros sobre el Ibex 35, que crecieron un 11,1% gracias al avance de los contratos Mini, cuyo volumen se quintuplicó con creces, lo que compensó el ligero retroceso de los contratos Plus de mayor tamaño. Asimismo, también crecieron los contratos de opciones sobre el Ibex 35 (33,6%) y los sectoriales (378,9%), si bien el volumen de estos últimos sigue siendo reducido y concentrado en el sector bancario. En sentido contrario, el volumen de futuros impacto dividendo retrocedió un 25,3%.

Negociación en MEFF Exchange[1]

CUADRO 2.3.2

Número de contratos

	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
Contratos s/deuda	**4.690**	**8.012**	**360**	**0**	**-100,0**
Futuro s/bono a 10 años	4.690	8.012	360	0	-100,0
Contratos s/Ibex 35	**7.984.894**	**8.279.939**	**7.468.299**	**8.368.642**	**12,1**
Futuros s/Ibex 35[2]	7.252.898	7.735.524	7.146.060	7.838.272	11,1
Plus	6.924.068	7.384.896	6.836.500	6.268.290	-8,3
Mini[2]	304.891	318.129	249.897	1.618.857	547,8
Impacto dividendo	23.939	32.499	58.044	43.372	-25,3
Sectoriales	–	–	1.619	7.753	378,9
Opciones s/Ibex 35[2]	731.996	544.416	322.239	430.370	33,6
Contratos s/acciones	**38.611.291**	**31.769.507**	**32.736.458**	**32.335.004**	**-1,2**
Futuros s/acciones	12.740.105	10.054.830	9.467.294	11.671.215	23,3
Futuros s/dividendos	236.151	292.840	367.785	346.555	-5,8
Futuros s/dividendos plus		1.152	760	880	15,8
Opciones s/acciones	25.635.035	21.420.685	22.900.619	20.316.354	-11,3
Total	**46.600.875**	**40.056.458**	**40.205.117**	**40.703.646**	**1,2**

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

Entre los derivados cuyo subyacente son acciones, se mantuvo la concentración de la contratación en un número reducido de subyacentes (Banco Santander, BBVA,

Telefónica, Iberdrola y Repsol), cuyos contratos representan el 91% y el 92% de la actividad total en el caso de los futuros y de las opciones, respectivamente. Así, los contratos cuyo subyacente son acciones retrocedieron un 1,2% en 2017, debido a que el crecimiento del volumen contratado de futuros sobre acciones (23,3%) no bastó para compensar el retroceso de los contratos de opciones sobre acciones (-11,3%). Por otro lado, los futuros sobre dividendos retrocedieron ligeramente y apenas representan el 3% del total de los futuros cuyo subyacente son acciones.

Novedades en el segmento de derivados financieros

Dentro del segmento de derivados financieros, la principal novedad fue la ampliación desde el mes de abril de la posibilidad de abrir vencimientos de los futuros sobre dividendos (acciones e Ibex 35 Impacto Dividendo) a más de cinco años (en principio hasta siete años). Además, el horario de mercado para la negociación de Futuros sobre Ibex 35 y MiniIbex 35 se amplió desde enero, con lo que la apertura del mercado pasó a ser a las 8:00 horas, frente a las 9:00 horas anteriores. De este modo, los futuros sobre el principal índice bursátil español se asimilan a los del contrato de futuros de referencia a nivel europeo, el futuro sobre el Eurostoxx 50. Según datos de BME, los contratos de Futuros sobre Ibex 35 y MiniIbex 35 negociaron un 1,23% y un 5,7% de su volumen total, respectivamente, en el plazo de tiempo ampliado en su primer año de funcionamiento, incrementándose su actividad en aquellos periodos coincidentes con eventos económicos o políticos de relevancia.

Adicionalmente, las novedades más destacadas se correspondieron con la aprobación al final del ejercicio de las modificaciones necesarias para la adaptación a la directiva MiFID II, que se centraron en los siguientes aspectos:

- **Sistemas de negociación.** Adicionalmente al tradicional sistema electrónico, en el que también existe un mecanismo de registro de operaciones acordadas, se estableció un sistema de negociación por petición (RFQ, por sus siglas en inglés) que permite a los miembros solicitar cotizaciones para cualquier volumen, en cualquier contrato, a uno o varios miembros. A diferencia del sistema electrónico, en el RFQ el miembro solicitante es el único que puede ver y ejecutar las órdenes de respuesta.

- **Régimen de transparencia.** La información a difundir y publicar se ajust**ó** a lo previsto en el Reglamento MiFIR y en sus reglamentos de desarrollo, así como en los *waivers* que MEFF solicit**ó** en virtud de estos y los diferimientos acordados por la CNMV.

- **Negociación algorítmica.** Se incorporaron a la normativa interna del mercado las disposiciones necesarias para cumplir con las obligaciones previstas en MiFID II, tanto por parte del mercado como de sus miembros, destacando las relacionadas con el establecimiento de acuerdos de creación de mercado y mecanismos de gestión de la volatilidad.

- **Gestión de posiciones en derivados de materias primas.** MEFF ha desarrollado los mecanismos para recibir de sus miembros las posiciones en contratos del segmento de la energía y ha establecido los poderes de gestión sobre dichas posiciones para los supuestos en los que una entidad o cliente supere los límites establecidos por la CNMV.

2.3.2 MEFF Power

El volumen total registrado en este segmento disminuyó un 25,6% respecto a 2016, negociándose operaciones que acumularon una potencia subyacente de 17,9 TWh, frente a los 24,1 TWh del año anterior. En valor efectivo, los contratos registrados alcanzaron los 854 millones de euros, frente a los 1.022 millones del ejercicio previo.

El número de operaciones negociadas disminuyó hasta las 1.985, frente a las 2.592 de 2016. En un contexto de volumen reducido de la negociación, el periodo de mayor actividad fue el de verano, con un máximo en el mes de junio y una reducción muy significativa de la actividad a partir de septiembre. Este descenso afectó a los contratos de todas las duraciones, con la excepción de los anuales, que aumentaron su volumen interanual un 16,1%, hasta los 1.135 contratos (equivalentes a 9,9 TWh). Esto representó el 55,5% del volumen total negociado durante 2017, un porcentaje muy superior a la ratio de participación de los contratos en la negociación total en 2016 (35%). En general, se observa que la caída de la negociación del último año fue más notable en los contratos de menor duración, especialmente los semanales y mensuales, con caídas interanuales del volumen negociado del 75,5% y del 63,3%, respectivamente.

La posición abierta al final del ejercicio 2017 se situó por encima de 8,0 TWh (con una valoración a precios de cierre de casi 422 millones de euros), por debajo de los 9,1 TWh de la posición abierta al final del año precedente. Un 53,0% de la posición final correspondía a contratos trimestrales y otro tercio (33,7% concretamente), a contratos mensuales.

Al final de 2017 este mercado contaba con un total de 198 participantes, con un aumento durante el ejercicio de 38 entidades, resultado de 40 incorporaciones y 2 bajas.

2.3.3 Miembros del mercado

MEFF Exchange contaba al cierre de 2017 con un total de 90 miembros de mercado, 2 menos que el año anterior. De todos ellos, 59 operaban en el segmento de los derivados financieros y 36, en el de la energía. Durante el ejercicio se produjeron 2 altas de miembros en el segmento de derivados de la energía y cuatro bajas en el de derivados financieros.

Número de miembros en MEFF Exchange CUADRO 2.3.3

Segmento	Negociador	Neg. cuenta propia	Total entidades	Var. 2017
Derivados financieros	46	13	59	-4
Energía	7	29	36	2
Total entidades[1]	**48**	**42**	**90**	**-2**
Var. 2017	**-5**	**3**	**-2**	**–**

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

2.3.4 Mercado de *warrants* y certificados

En 2017 volvió a descender tanto el número de emisiones de *warrants* como el importe emitido, al igual que sucedió con su contratación en el mercado secundario, de modo que el importe de las primas negociadas disminuyó un 35,4% con respecto a 2016. Por su parte, el mercado primario de certificados siguió sin registrar actividad (no se ha registrado ninguna emisión desde 2010), mientras que el importe de las primas contratadas en el secundario cayó un 9,6%.

Emisiones

El número de emisiones de *warrants* registradas durante 2017 fue de 5.730, lo que representa una caída del 26,6% respecto al dato del ejercicio anterior y el valor más bajo de los últimos 5 años. El número de entidades emisoras aumentó hasta 6, correspondiendo la actividad del nuevo emisor a sendas emisiones de *warrants* realizadas por una compañía de ingeniería entre sus acreedores en el marco de su proceso de reestructuración. Las primas totales alcanzaron un importe de 2.433 millones de euros, un 9,5% menos que en 2016, concentrándose en contratos cuyos activos subyacentes eran acciones o índices, si bien estos últimos incrementaron su peso relativo respecto al total. En términos agregados, el importe total de las emisiones fue el más bajo de los últimos años, y esta tendencia afectó a todos los subyacentes, con la excepción de los índices, donde el importe de las primas se recuperó un 25,1% con relación al ejercicio anterior. Por otro lado, como se ha indicado anteriormente, en 2017 no se registró ninguna emisión de certificados en la CNMV.

Emisiones de *warrants* registradas en la CNMV CUADRO 2.3.4

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices[1]	Divisas	Materias primas
2013	7	8.347	3.621.169	2.211.777	1.122.621	141.402	145.369
2014	6	8.574	3.644.239	1.770.915	1.697.295	99.964	76.065
2015	8	9.059	3.479.064	1.807.276	1.486.148	106.199	79.441
2016	5	7.809	2.688.574	1.438.206	1.153.143	57.305	39.920
2017	6	5.730	2.433.614	939.528	1.443.030	32.415	18.642

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

Mercado secundario

La negociación de *warrants* en el mercado secundario cayó un 35,3% en el ejercicio, situándose el volumen de primas negociadas en 462,6 millones de euros, frente a los 715,5 millones registrados en 2016. Este descenso se manifestó en el retroceso de las primas negociadas tanto sobre índices como sobre acciones, que cayeron un 36,7% y un 33,5%, respectivamente. Los contratos sobre divisas y materias primas, que representaron únicamente el 2% de las primas totales, también experimentaron caídas en los importes negociados.

Contratación de *warrants* en el mercado continuo

CUADRO 2.3.5

Primas negociadas en miles de euros

		Primas negociadas por tipo de subyacente				
	N.º de emisiones	Índices[1]	Acciones	Divisas[2]	Materias primas	Total
2013	7.299	255.411	465.674	15.415	16.213	752.713
2014	7.612	364.302	430.984	14.209	8.202	817.698
2015	7.530	691.995	370.256	20.004	13.604	1.095.859
2016	6.296	420.353	280.953	5.025	9.209	715.541
2017	5.082	266.016	186.717	2.018	7.837	462.588

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

Por otro lado, el importe de las primas negociadas en el segmento de certificados volvió a ser muy reducido debido a la ausencia de nuevas emisiones de este tipo de activo. La negociación apenas alcanzó 0,4 millones de euros, correspondientes a las dos únicas emisiones activas del mercado, cuyos activos subyacentes son oro y petróleo (ambas fueron emitidas por la misma entidad bancaria en 2007 y 2010, respectivamente).

Contratación de certificados en el mercado continuo

CUADRO 2.3.6

Primas negociadas en miles de euros

		Primas negociadas por tipo de subyacente				
	N.º de emisiones[1]	Índices[2]	Acciones	Divisas	Materias primas	Total
2013	2	0,0	0,0	0,0	996,3	996,3
2014	2	0,0	0,0	0,0	1.682,5	1.682,5
2015	2	0,0	0,0	0,0	1.135,1	1.135,1
2016	2	0,0	0,0	0,0	400,5	400,5
2017	2	0,0	0,0	0,0	362,2	362,2

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

2.3.5 Contratos financieros atípicos

En el ejercicio se registraron en la CNMV 15 emisiones de contratos financieros atípicos, contratos no negociados en mercados secundarios organizados por los que una entidad de crédito recibe dinero de su clientela asumiendo una obligación de reembolso en función de la evolución en el mercado de uno o varios valores, sin compromiso de reembolso íntegro del principal recibido. El reembolso consiste bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas. El importe fue de 1.964 millones de euros, una cantidad más de 3 veces superior a la de las primas de las 4 emisiones realizadas en 2016, siendo sus subyacentes acciones e índices.

Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV CUADRO 2.3.7

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices[1]	Materias primas	Tipos de cambio
2013	0	0	0	0	0	0	0
2014	0	0	0	0	0	0	0
2015	1	1	5.000	5.000	0	0	0
2016	1	4	650.000	650.000	0	0	0
2017	2	15	1.964.500	1.950.000	14.500	0	0

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

2.4 Compensación, liquidación y registro

2.4.1 Iberclear

Desde la finalización del proceso de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores del mercado nacional (en adelante, la Reforma) en septiembre de 2017, Iberclear (Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores) desarrolla estas actividades en un único sistema de liquidación de valores denominado ARCO. La Reforma ha sido un proyecto clave para la actualización y homologación de los sistemas de poscontratación del mercado de valores español y su desarrollo se ha llevado a cabo en dos fases:

– Fase I, que entró en vigor en abril de 2016 y en la que se implementaron cambios significativos en la compensación, liquidación y forma de registro de las operaciones de renta variable.

– Fase II, en la que se incorporaron los valores de renta fija al sistema de liquidación ARCO (en el que ya se liquidaban los valores de renta variable) y, a su vez, Iberclear se conectó a TARGET2-Securities (T2S), la nueva plataforma central de liquidación de valores de ámbito europeo.

Entre otras novedades de 2017 debe destacarse la designación de Iberclear como sistema de liquidación para las operaciones de la plataforma denominada BME Fondos, que se ha configurado como un segmento adicional del Mercado Alternativo Bursátil, aunque no ha entrado todavía en funcionamiento al cierre de este informe.

Integración de Iberclear en TARGET2-Securities RECUADRO 4

TARGET2-Securities (T2S) es la plataforma del Eurosistema para la liquidación centralizada de valores en efectivo del banco central que ofrece a los depositarios centrales de valores (DCV) europeos un servicio de liquidación integrado, neutral y con funcionalidades avanzadas. Mediante este modelo de liquidación integrado, los DCV utilizan T2S como soporte técnico para la

prestación de los servicios de liquidación de valores. En este sentido, T2S armoniza los procesos de liquidación en Europa y equipara la liquidación transfronteriza a la nacional, potenciando la primera y facilitando una gestión menos costosa y más sencilla y eficiente de las operaciones. Esto contribuye a la unificación de los mercados de valores y a la integración financiera en Europa, por lo que constituye una pieza clave en la consecución del Mercado Único de Capitales.

T2S arrancó en junio de 2015 y desde entonces se han ido adhiriendo a la plataforma los DCV de toda Europa con sus respectivos mercados de valores. Dichas adhesiones se han producido paulatinamente, repartiéndose en cinco oleadas migratorias.

En el caso del mercado español, Iberclear culminó con éxito su migración a T2S en septiembre de 2017. Para que la migración tuviese lugar en la fecha acordada, fue necesario llevar a cabo numerosas actuaciones, entre las que destacaron las siguientes:

– La aprobación en marzo de 2013 por el Consejo de la CNMV del acuerdo marco suscrito entre Iberclear y el Eurosistema, en el que se regulan los derechos y las obligaciones de dichas partes para el desarrollo, la puesta en marcha y el funcionamiento de T2S.

– La implementación, en abril de 2016, de la fase I de la Reforma, con modificaciones relevantes en la operativa de valores de renta variable, tales como la intervención obligatoria de una entidad de contrapartida central (ECC) para operaciones multilaterales, la transición desde las antiguas referencias de registro hacia un sistema basado en saldos, o la asociación de la irrevocabilidad de las órdenes de transferencia con su case.

– La aprobación del Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores y que, en su artículo primero, modifica la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, en lo referente a la definición de firmeza e irrevocabilidad de las órdenes de transferencia. La modificación permitió a Iberclear establecer los diferentes momentos de la firmeza conforme a los protocolos de funcionamiento de T2S.

– La aprobación del Real Decreto 827/2017, de 1 de septiembre de 2017, por el que se modifica el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre. Este Real Decreto 827/2017 establece el marco jurídico para la adaptación de las actividades de poscontratación para los valores de renta fija, la flexibilización de ciertos aspectos del proceso de liquidación y la incorporación del mercado español a T2S.

– La aprobación de la modificación del reglamento interno de Iberclear, necesaria para la incorporación a T2S y la adaptación de las circulares pertinentes.

Actualmente, y tras la migración exitosa de los DCV a T2S, la plataforma está plenamente operativa quedando, no obstante, algunos retos por superar para que puedan alcanzarse todos los beneficios que ofrece T2S, entre los que el más relevante es el de aumentar el número de operaciones transfronterizas.

A finales de 2017, Iberclear contaba con 67 entidades participantes, 60 entidades menos que al finalizar 2016 (véase cuadro 2.4.1). Esta disminución está relacionada con las modificaciones normativas que permiten a las entidades desarrollar su actividad a través de las cuentas individuales abiertas en otras entidades y que han sido utilizadas por: i) los bancos centrales del resto de países de la Unión Europea, ii) numerosas sociedades de valores y iii) un número significativo de entidades creadoras de mercado de deuda pública.

Entidades participantes en Iberclear CUADRO 2.4.1

Entidades participantes	2016[1]	2017
SCL/ARCO	43	67
AIAF	80	n.d.
Deuda pública	115	n.d.
Total Iberclear	**127**	**67**

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

2.4.1.1 Iberclear CADE

Registro de emisiones

El número de emisiones de deuda registradas en Iberclear al cierre del ejercicio ascendía a 2.726, por un importe nominal total de 1,5 billones de euros (véase cuadro 2.4.2). De ellas, el 83% fueron admitidas a cotización en el mercado AIAF y el resto, en el de Deuda Pública en Anotaciones. Atendiendo al importe nominal, el 65% correspondía a emisiones de deuda pública y el 35% restante, a deuda corporativa. Considerando ambos mercados, el número de emisiones disminuyó un 8%, aunque el nominal emitido creció un 2,6% respecto al año anterior.

El número de emisiones admitidas a cotización en el mercado AIAF disminuyó un 12% con relación a 2016, lo que en importe nominal representa una caída del 3%. En el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el número de emisiones aumentó un 19% con respecto a 2016, con un incremento del importe nominal emitido de un 6%.

Iberclear. Actividad de registro

CUADRO 2.4.2

Importes en millones de euros

	Deuda soberana		Deuda corporativa		Total		% var.
Valores registrados	**2016**	**2017**	**2016**	**2017**	**2016**	**2017**	**17/16**
Numero de emisiones	397	472	2.567	2.254	2.964	2.726	-8,03
Importe nominal	933.007	989.698	547.945	530.290	1.480.952	1.519.988	2,64

Fuente: Iberclear.

Actividad de liquidación

Hasta el 15 de septiembre de 2017, fecha en la que tuvo lugar la migración de CADE a ARCO, el número de operaciones liquidadas correspondientes al mercado AIAF ascendió a 188.541 (véanse cuadros 2.4.3 y 2.4.4), lo que supone como media mensual una disminución del 4% con respecto a 2016. Esta caída se explica por el retroceso de las operaciones de repos y simultáneas (un 62% de media) y de las de compras y ventas simples (un 13%), que no se vio compensado por el incremento del 232% de las transferencias por garantías financieras. En términos de volumen nominal, el retroceso medio mensual fue del 87%.

Iberclear CADE. Número de operaciones liquidadas

CUADRO 2.4.3

	Deuda[1]		
Tipo de operación	**Soberana**	**Corporativa**	**Total**
Compras y ventas simples	437.584	89.340	526.924
Repos y simultáneas	510.201	1.802	512.003
Traspasos a vencimiento	386.416	68.791	455.207
Traspasos temporales	9.254	17	9.271
Transferencia de valores a vencimiento	420.320	26.415	446.735
Transferencia por garantías financieras	1.141	2.176	3.317
Total	**1.764.916**	**188.541**	**1.953.457**

Fuente: Iberclear. (1) Datos del 02/01/17 al 15/09/17.

Iberclear CADE. Importe de las operaciones liquidadas[1]

CUADRO 2.4.4

Importes en millones de euros

	Deuda[2]		
Tipo de operación	**Soberana**	**Corporativa**	**Total**
Compras y ventas simples	4.915.570	94.725	5.010.295
Repos y simultáneas	5.216.876	23.428	5.240.304
Traspasos a vencimiento	5.237.543	271.054	5.508.597
Traspasos temporales	328.558	342	328.899
Transferencia de valores a vencimiento	6.738.893	146.460	6.885.353
Transferencia por garantías financieras	58.708	33.709	92.417
Total	**22.496.148**	**569.717**	**23.065.865**

Fuente: Iberclear. (1) Importe efectivo para compras y ventas simples y repos y simultáneas; importe nominal para traspasos y transferencias. (2) Datos del 02/01/17 al 15/09/17.

En el Mercado de Deuda Pública también se observó una caída generalizada de la actividad media mensual, tanto por el número de operaciones (un 9%) como por el importe liquidado (un 15%). En este mercado destacó el descenso de repos y simultáneas, tanto por el número de operaciones (un 18%) como por el importe liquidado (un 27%).

Considerando ambos mercados en su conjunto (deuda corporativa y deuda pública), el número total de operaciones liquidadas se redujo de media mensual un 9% y el importe liquidado, un 25%.

2.4.1.2 Iberclear ARCO

Registro de emisiones de renta variable

Al cierre del ejercicio, el número de emisiones de valores de renta variable registradas en la plataforma ARCO fue de 6.429, por un importe de 146.705 millones de euros. Con respecto al año anterior, se produjo una disminución tanto en el número de emisiones registradas como en su importe, tal y como se aprecia en el cuadro 2.4.5. Esta disminución se concentró básicamente en los *warrants* (-35%) y en las SICAV (-9%).

Iberclear ARCO. Actividad de registro CUADRO 2.4.5

Importes en millones de euros

	Bolsa y SMN		
Valores registrados	**2016**	**2017**	**% var. 17/16**
Número de emisiones	8.051	6.429	-20,1
Importe registrado[1]	159.214	146.705	-7,9

Fuente: Iberclear. (1) Importe nominal para bolsa, MAB y *warrants* en efectivo.

Las cifras de liquidación no son comparables con las del año 2016 ni en lo que respecta a la renta variable, por la implantación de la fase I de la Reforma de abril de 2016, ni a la renta fija, por la implantación de la fase II en septiembre de 2017, por lo que en ninguno de los dos ejercicios se dispone de información comparable.

No obstante, en relación con las operaciones de renta variable procedentes de ECC, en términos de promedio mensual para el periodo abril 2016-diciembre 2017, la actividad se redujo tanto en número de operaciones liquidadas como en volumen, en sintonía con la menor actividad del mercado. Por lo que se refiere a la operativa bilateral, se observó un ligero incremento en el número de operaciones y también en el de efectivo.

El importe de las operaciones vencidas de renta fija representó un 9% de las operaciones totales y el de las operaciones de renta variable, un 12%. En relación con la eficiencia en las operaciones de renta fija, es importante destacar que, con la migración a T2S, se han eliminado las herramientas de gestión de fallidos que aplicaba Iberclear y, por tanto, estas cifras no son comparables con las previas a su migración. Por otro lado, la eficiencia en las operaciones de renta variable tampoco es comparable porque en 2017 se incluyen las operaciones fallidas provenientes de ECC y de operaciones bilaterales.

IBERCLEAR. Operaciones liquidadas ARCO

CUADRO 2.4.6

Importes en millones de euros

	2016 (RV-Fase I)		2017 (RV)		2017 (RF-Fase II)	
	N.º operaciones	Importe	N.º operaciones	Importe	N.º operaciones	Importe
Operaciones provenientes de ECC	1.611.505	407.149	2.289.039	690.397	78.490	2.092.330
Recompras y liquidación en efectivo	531	6	104	2	0	0
Operaciones bilaterales y de plataforma	3.284.109	619.282	5.278.452	1.214.028	405.136	2.683.895
Total	**4.895.614**	**1.026.431**	**7.567.491**	**1.904.425**	**483.626**	**4.776.225**
Operaciones vencidas	438.523	139.319	745.317	239.366	26.725	439.482

Fuente: CNMV.

En relación con la resolución de incidencias, se observó una disminución notable en el número de operaciones y en el de los importes efectivos. En el segmento de renta variable, se produjeron 9 recompras, por un efectivo de 1 millón de euros, y 95 operaciones liquidadas mediante compensación en efectivo, por un importe de 1 millón de euros. En el segmento de renta fija no hubo recompras.

2.4.2 BME Clearing

BME Clearing es la entidad de contrapartida central (ECC) autorizada en España a prestar servicios de compensación de acuerdo con el Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR).

El cuadro 2.4.7 refleja la distribución de miembros activos en BME Clearing, diferenciando por segmento y por tipo de miembro. A lo largo de 2017 se dieron de alta 8 entidades, mientras que 9 causaron baja, con lo que el número de miembros de BME Clearing se situó en 134 a finales de año.

Las principales novedades de cada uno de los segmentos hacen referencia a la extensión de las actividades de compensación a los contratos de gas con liquidación por entrega (en el segmento de energía) y a las adaptaciones necesarias para la incorporación a T2S (que afectan a los segmentos de renta variable y repo). Es de destacar también que, desde noviembre de 2017, es necesario que todas las cuentas a nombre de personas jurídicas estén identificadas mediante su código LEI (véase recuadro sobre este código en el capítulo 5).

Número de miembros en BME Clearing por segmento CUADRO 2.4.7

	Compensador			No compensador				
Segmento	General	Individual	Indiv. especial	No compens.	Ordinario	Cuenta propia	Total entidades	Var. 17/16
BME Clearing Derivados	7	29	–	10	–	12	58	-6
BME Clearing Energía	5	1	–	–	–	30	36	2
BME Clearing Repo	–	28	–	–	–	–	28	0
BME Clearing Swap	–	8	–	–	–	–	8	-1
BME Clearing Renta Variable	9	19	7	–	19	–	54	0
Total entidades (*)	**17**	**54**	**7**	**10**	**19**	**42**	**134**	**-1**
Var. 2016	0	-1	0	-5	2	2	-1	–

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

2.4.2.1 BME Clearing Derivados

En este segmento se compensan las operaciones sobre derivados financieros negociados en MEFF. A lo largo de 2017 se dieron de baja 8 entidades y se incorporaron 2, con lo que el número de miembros se situaba en 58 a finales de año (6 menos que en 2016).

2.4.2.2 BME Clearing Energía

La principal novedad en este segmento en 2017 fue la autorización de la extensión de actividades a la compensación de contratos sobre gas, que BME Clearing va a empezar a compensar en 2018. Estos contratos, a diferencia de los compensados hasta ahora, se caracterizan por la liquidación física (por entrega del gas) y por no ser negociados en MEFF.

BME Clearing va a aceptar contratos al contado, de futuros, de préstamo o depósito, sobre gas natural y sobre gas natural licuado. En el caso de los contratos de futuros, los periodos de entrega pueden ser los siguientes: semanal, mensual, trimestral, de temporada y anual. La ECC permitirá el registro de contratos cruzados en plataformas de negociación con las que la ECC llegue a un acuerdo, así como de transacciones que los miembros acuerden bilateralmente.

Como se ha mencionado, la liquidación de los contratos de gas natural se realiza mediante la entrega física del subyacente a cambio de la cantidad monetaria correspondiente. La entrega se efectúa a través de notificaciones de cesiones y adquisiciones de gas al Gestor Técnico del Sistema (GTS), por una parte, y, por otra, del pago del importe resultante de multiplicar la cantidad de producto proporcionado por el precio fijado a vencimiento más los impuestos y las comisiones correspondientes. De acuerdo con la normativa sectorial, el cumplimiento de las obligaciones se produce en el momento en que el GTS confirma telemáticamente la recepción de la notificación y, en defecto de confirmación expresa, una vez transcurridos 30 minutos desde la notificación.

A lo largo de 2017 se dieron de baja 2 entidades en este segmento de BME Clearing y se incorporaron 4, con lo que el número total de miembros se situó en 36 (2 más que en 2016).

2.4.2.3 BME Renta Variable

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 de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción realizadas a través de segmentos multilaterales por medio de una ECC. Como se ha comentado anteriormente, en septiembre de 2017 el mercado español se incorporó a la plataforma de liquidación T2S, lo que ha requerido de diversas adaptaciones en la normativa y los procedimientos de la ECC.

En el segmento de renta variable las principales modificaciones hacen referencia, por un lado, a la adaptación de los horarios, debido a que el modelo de liquidación predominante durante el día en T2S es en tiempo real, frente al sistema de ciclos existente hasta la migración y, por otro, a la desaparición del Préstamo de Última Instancia (PUI) como primer mecanismo de gestión de fallidos (como consecuencia de esto también se ha modificado la estructura de penalizaciones de estos fallidos).

Para facilitar la liquidación en tiempo real, el reglamento ahora contempla la posibilidad del uso del efectivo depositado como garantía para actuaciones adicionales a la gestión de incumplimientos, así como la utilización de valores aportados mediante transferencia de la propiedad, respecto de los cuales se realizarían operaciones de autocolateralización.

En relación con la actividad en este segmento, si bien las cifras absolutas no son comparables con las de 2016, al considerar las medias mensuales se observa un ligero descenso del número de operaciones compensadas y un incremento del efectivo.

A finales de 2017 este segmento contaba con 54 miembros compensadores, sin variación respecto a 2016, aunque se dieron de baja 2 miembros y se incorporaron otros 2 (véase cuadro 2.4.7).

2.4.2.4 BME Clearing Repo

BME Clearing Repo es el segmento de compensación de operaciones con pacto de recompra (repos sobre deuda pública). En este segmento, la principal modificación que se produjo en 2017 fue la adaptación del modelo para hacerlo similar al del resto de segmentos de la ECC, en los que hay un neteo previo y la generación de instrucciones de liquidación se realiza por el neto (hasta ahora la liquidación se llevaba a cabo por cada una de las operaciones originales).

El nominal registrado en este segmento, que correspondió íntegramente a operaciones bilaterales, se situó en 295.000 millones de euros de volumen efectivo, lo que representa una reducción del 19% respecto a 2016 (véase cuadro 2.4.8). Se registraron un total de 4.915 operaciones, lo que implica una disminución de un 7,7% respecto a 2016. Esta evolución sigue la tendencia a la baja iniciada en 2012, cuando se registraron los niveles máximos.

El importe nominal promedio por operación se aproximó a los 54 millones de euros, por debajo de la cifra de 2016 (70 millones), mientras que el promedio de riesgo medio registrado se situó en 10.122 millones de euros, un 38% menos que en 2016 (16.400 millones de euros).

El número de miembros de este segmento se mantuvo en 28, sin variación respecto al año 2016.

Evolución de la actividad en BME Clearing Repo CUADRO 2.4.8

Volumen nominal en millones de euros

	2016	2017
Volumen nominal	366.837	295.256
Número de operaciones	5.325	4.915

Fuente: CNMV y BME Clearing.

2.4.2.5 BME Clearing Swap

BME Clearing inició la compensación de derivados extrabursátiles u OTC sobre tipos de interés el 30 de noviembre de 2015, cuando definió las características de los contratos admitidos a registro. En 2017 BME Clearing introdujo algunos cambios en cuanto a los términos y criterios de elegibilidad:

– Referenciación de determinados criterios (por ejemplo: vida residual del *swap*) a la fecha de registro en cámara, en vez de a la fecha de negociación de la operación (*trade date*) o fecha efectiva (*value date*).

– Redefinición de los pagos adicionales, que, al vincularse a la fecha de registro en cámara, permite admitir operaciones con flujos ya liquidados.

– Permitir un mayor número de decimales en el diferencial del tipo flotante, para adecuarlo al entorno de tipos de interés.

– Redefinición del método de interpolación entre índices de los periodos rotos o *stubs*, ampliándolo a los ocho tipos oficiales del BCE en los tres tipos de *stubs*.

– Redefinición de las frecuencias de pago en las permutas de tipos de interés a un día (*overnight indexed swaps*, OIS), haciendo que tengan que coincidir en las dos ramas del producto.

– Ampliación de las convenciones de cómputo de días en la rama fija del OIS, para homogeneizarla con la del resto de *swaps*.

En el año 2017 se registraron un total de 47 operaciones por un nominal superior a los 2.200 millones de euros (en 2016 fueron 105 operaciones por un volumen superior a los 4.700 millones de euros).

A finales de 2017 este segmento contaba con ocho miembros compensadores (en el ejercicio se dio de baja un miembro), todos ellos compensadores individuales.

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

En 2017 siguieron progresando las diversas iniciativas puestas en marcha en los últimos años en el ámbito de la poscontratación en Europa. Estas tienen como objetivo

principal el fortalecimiento de las infraestructuras básicas de los mercados, tales como los depositarios centrales de valores y las entidades de contrapartida central.

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

Junto con T2S, las principales regulaciones de la poscontratación, entre las que se encuentra el Reglamento sobre depositarios centrales de valores (CSDR), proporcionan una base clave para un mercado único de capitales. El objetivo de esta norma de nivel 1 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.

Como desarrollo del CSDR, el 10 de marzo de 2017 se publicaron en el *Diario Oficial de la Unión Europea* los reglamentos delegados y reglamentos de ejecución de nivel 2. Estos incluyen las especificaciones y criterios relativos al cálculo de las penalizaciones por fallos en la liquidación y para la determinación de la importancia significativa de un DCV en otros Estados miembros; los requisitos prudenciales, operativos, de autorización y supervisión aplicables a los DCV; y la información que deberán enviar los internalizadores de la liquidación a sus autoridades competentes. En este sentido, es relevante precisar que las normas de nivel 2 referentes a los internalizadores de la liquidación no serán de aplicación hasta marzo de 2019.

En lo que respecta a las medidas de nivel 3, con el fin de contribuir al objetivo de asegurar la convergencia de la supervisión y una implementación uniforme del CSDR y de las medidas conexas de nivel 2, ESMA ha publicado a lo largo de 2017 una serie de directrices, recomendaciones, opiniones, y preguntas y respuestas. Entre las directrices se pueden destacar las relativas a normas y procedimientos en caso de impago de un participante y las que aluden al acceso por parte de un DCV a la información de las operaciones de las ECC y los centros de negociación. Ambos conjuntos de directrices se publicaron el 8 de junio de 2017 en la web de ESMA, habiendo comunicado la CNMV su intención de cumplirlas.

Por otro lado, ESMA ha publicado también las directrices relativas al proceso para calcular los indicadores con los que determinar las monedas más relevantes en las que tiene lugar la liquidación, las directrices que se refieren al proceso para calcular los indicadores con los que determinar la importancia significativa de un DCV para un Estado miembro de acogida y las directrices sobre la cooperación entre autoridades en virtud de los artículos 17 y 23 del CSDR.

Por último, en aplicación de lo dispuesto en el artículo 17 del CSDR, desde junio de 2017 se está llevando a cabo el proceso de autorización de Iberclear como DCV según dicho reglamento.

Progreso en la implantación del Reglamento (UE) 648/2012 sobre derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y registros de operaciones (EMIR)

En 2017, después de cuatro años de la aprobación del EMIR, la Comisión Europea publicó dos propuestas legislativas para la modificación de dicho reglamento, con el

fin de simplificar el sistema y reducir los costes financieros sobre algunos tipos de contrapartidas.

Los principales cambios propuestos persiguen:

– Facilitar el acceso a las ECC, de tal forma que un mayor número de entidades puedan cumplir con las obligaciones de compensación centralizada y revisar algunos aspectos técnicos de la norma, como el cálculo de los umbrales de compensación, las exenciones a planes de pensiones o la aplicación retroactiva de algunos requisitos.

– Realizar algunos ajustes en los requisitos de uso de las técnicas de mitigación de riesgos para contratos OTC que no se compensen centralizadamente, tales como incorporar un trámite de autorización cuando una entidad desee calcular las garantías en productos OTC con arreglo a un modelo interno.

– Simplificar el cumplimiento de la obligación de reporte a los registros de operaciones a las entidades no financieras.

– Incrementar la transparencia de las entidades de contrapartida central.

Por otra parte, en 2017 también continuó la implantación progresiva de las distintas obligaciones del Reglamento EMIR. En este sentido, se han producido avances en todas sus vertientes. Entre los aspectos más significativos se encuentran:

– La entrada en vigor de las obligaciones de intercambio de garantías desarrolladas en el Reglamento Delegado (UE) 2016/2251, por el que las entidades deben intercambiar márgenes de variación y márgenes iniciales con sus contrapartes. La implantación sigue un calendario por fases que comenzó el 4 de febrero de 2017 y que finalizará el 1 de septiembre de 2019, en función de los volúmenes de derivados OTC negociados por la entidad y por sus contrapartes.

– La aprobación del Reglamento Delegado (UE) 2017/2155, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 149/2013 en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta. Este reglamento introduce nuevas reglas y especificaciones sobre los tipos de cuenta, procedimientos y requisitos para los acuerdos de compensación indirecta, con el propósito de facilitar el incremento en el número de usuarios que tienen acceso a las ECC y hacerlo coherente con la regulación de desarrollo de MiFIR.

– El 1 de noviembre se produjo la entrada en aplicación de las obligaciones derivadas del Reglamento Delegado (UE) 2017/104 y del Reglamento de Ejecución (UE) 2017/105, por los que se han introducido cambios en el formato y la frecuencia de las notificaciones de operaciones a los registros de operaciones. Estos cambios han tenido como resultado, fundamentalmente, la incorporación de algunos elementos a la información que notificar, así como la simplificación de algunos de los campos ya existentes.

3 Entidades financieras y servicios de inversión

3.1 Inversión colectiva

El pasado ejercicio volvió a ser un año de expansión para el patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero, el quinto consecutivo, alimentado tanto por la captación de nuevos recursos a través de las suscripciones de nuevas participaciones como, en menor medida, por el rendimiento positivo de la cartera en términos globales. Este avance patrimonial, después de un 2016 en el que aumentó el peso relativo de las fórmulas más conservadoras, estuvo liderado por fondos con una vocación relativamente arriesgada, como son los fondos de renta variable, los fondos globales y, en menor medida, los fondos de renta variable mixta. Una de las posibles causas de este cambio fue el buen comportamiento de los mercados de renta variable a nivel mundial en un contexto de tipos de interés muy reducidos.

En cambio, en las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) se observó una reducción significativa en el número de entidades, proceso que ya había comenzado en 2016, aunque con menor intensidad. En la mayoría de casos, las SICAV que se dieron de baja se transformaron en otros vehículos de inversión colectiva.

El ejercicio también resultó positivo para las instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España, que aumentaron su cuota de mercado, continuando la senda expansiva de los últimos años.

3.1.1 Fondos de inversión (FI)

La evolución del patrimonio de los fondos de inversión españoles (FI) a lo largo de 2017 siguió una línea ascendente hasta alcanzar los 265.195 millones de euros al cierre de ejercicio, un 11,5% más que en 2016. Aun teniendo en cuenta el importante crecimiento, es de resaltar la todavía poca importancia que dicha forma de inversión tiene en nuestro país, si se compara con el conjunto europeo (15,6 billones) y, en particular, con el de algunos países de nuestro entorno.

En 2017 se mantuvo la tendencia expansiva de los últimos años, con un crecimiento acumulado desde 2012 del 114%. El aumento volvió a apoyarse, fundamentalmente, en la suscripción de participaciones, que, en términos netos, ascendió a 21.325 millones de euros, un 54,3% por encima del importe del año anterior. En menor medida, también contribuyó al crecimiento del patrimonio el rendimiento neto de la cartera, que fue muy superior al de 2016 (6.023 millones de euros frente a los 1.910 millones de 2016).

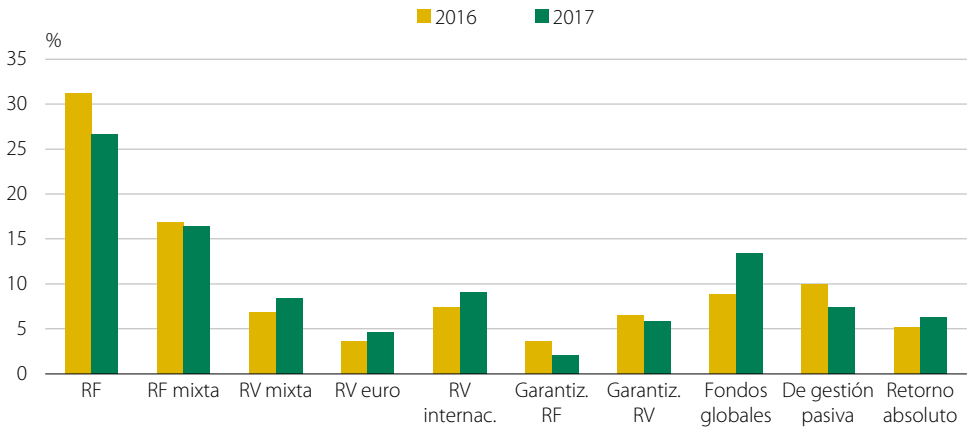
Como se aprecia en el anexo estadístico II.1, las categorías que registraron un mayor aumento patrimonial fueron, por este orden, la de fondos globales (14.595 millones de euros más que en 2016, lo que supone una tasa de variación del 69,8%), la de

renta variable internacional (6.386 millones, 36,1%) y la de renta variable mixta (6.076 millones, 37,3%). En todos los casos, la mayor parte del incremento provino de las suscripciones realizadas por los inversores, aunque en el caso de los fondos de renta variable internacional también la revalorización de la cartera tuvo un efecto importante, pues explicó el 30% del aumento. Los fondos de retorno absoluto, por su parte, registraron un aumento en su patrimonio de 4.491 millones de euros (un 36,8% más que en 2016), mientras que en los de renta variable euro y los de renta fija mixta la subida fue de 3.537 y 3.341 millones, respectivamente. Cabe mencionar que estas dos últimas vocaciones experimentaron en 2016 reembolsos netos, siendo especialmente elevados en el caso de los fondos de renta fija mixta.

En relación con las caídas patrimoniales, las dos mayores se registraron en los fondos de gestión pasiva y en los fondos de renta fija, con descensos de 4.124 millones de euros (-17,5% en tasa de variación) en el primer caso y 3.662 millones (-4,9%) en el segundo. Estas categorías habían sido, a lo largo de 2016, dos de las que habían experimentado avances más importantes a nivel patrimonial. Los fondos garantizados de renta fija, por su parte, experimentaron una contracción de 3.223 millones de euros, de modo que prosiguieron con la trayectoria descendente de los últimos años (desde 2013 su patrimonio se ha contraído un 85%). En cambio, los fondos garantizados de renta variable mantuvieron su patrimonio prácticamente inalterado, tras un ejercicio en el que se habían reactivado gracias, en parte, a que jugaron un papel relevante en las estrategias de comercialización de productos de inversión dirigidos a minoristas de las entidades financieras.

Las variaciones patrimoniales registradas durante el ejercicio en las distintas categorías de fondos se tradujeron en un descenso del peso relativo conjunto de las fórmulas más conservadoras (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable) en el patrimonio total de los fondos de inversión (FI), que pasó del 41,4% en 2016 al 34,5% en 2017. De esta forma, después de un año en el aparentemente los partícipes volvían a invertir en fondos con un riesgo relativamente bajo, parece que se reanudó la tendencia iniciada en 2013, con un aumento en la cuota conjunta de categorías con niveles de riesgo mayores, lo que refleja una búsqueda de rentabilidades más altas por parte de los inversores. Así, entre 2013 y 2015, los fondos más beneficiados por esta tendencia fueron los de renta fija mixta, renta variable y gestión pasiva, mientras que en 2017 fueron los fondos de renta variable y los fondos globales (véase gráfico 3.1.1).

Fondos de inversión: distribución del patrimonio GRÁFICO 3.1.1



Fuente: CNMV.

La rentabilidad agregada de los FI al cierre del ejercicio se situó en el 2,4%, un porcentaje significativamente superior al del año anterior, cuando cerró con un rendimiento del 0,98%. En la mayoría de las categorías, el mejor comportamiento se produjo durante el primer trimestre, sobre todo para las categorías con renta variable en sus carteras, gracias al aumento de las cotizaciones bursátiles, tanto nacionales como internacionales, durante ese periodo. Los fondos más rentables en el conjunto del ejercicio fueron los de renta variable euro, con un rendimiento del 11,16% y los de renta variable internacional, con un 8,75%, porcentajes en ambos casos superiores a los obtenidos en 2016 (2,61% y 4,15%, respectivamente). Solamente los fondos de renta fija finalizaron el año con una rentabilidad negativa, en este caso del -0,13% (véase anexo II.4 para mayor detalle).

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión[1]

CUADRO 3.1.1

Importes en millones de euros

	2016	%	2017	%	% var. 17/16
Patrimonio	**237.862**	**100,0**	**265.195**	**100,0**	**11,5**
Cartera de inversiones financieras	**219.141**	**92,1**	**244.598**	**92,2**	**11,6**
Cartera interior	95.799	40,3	83.032	31,3	-13,3
Valores representativos de deuda	63.471	26,7	55.389	20,9	-12,7
Acciones y otros instrumentos de patrimonio	8.530	3,6	10.912	4,1	27,9
Instituciones de inversión colectiva	6.250	2,6	7.626	2,9	22,0
Depósitos en EE. CC.	17.134	7,2	8.657	3,3	-49,5
Derivados	405,7	0,2	441,4	0,2	8,8
Otros	8,5	0,0	6,8	0,0	-20,0
Cartera exterior	123.336	51,9	161.557	60,9	31,0
Valores representativos de deuda	56.308	23,7	67.794	25,6	20,4
Acciones y otros instrumentos de patrimonio	20.035	8,4	27.082	10,2	35,2
Instituciones de inversión colectiva	46.435	19,5	66.100	24,9	42,4
Depósitos en EE. CC.	81,2	0,0	74,7	0,0	-8,0
Derivados	474,3	0,2	504,7	0,2	6,4
Otros	2,3	0,0	1,4	0,0	-39,1
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6,1	0,0	9,3	0,0	52,5
Tesorería	**18.393**	**7,7**	**19.988**	**7,5**	**8,7**
Neto deudores/acreedores	**328,5**	**0,1**	**608,0**	**0,2**	**85,1**

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

Como viene sucediendo desde 2013, la distribución del patrimonio agregado de los FI se modificó en 2017 en favor de la cartera exterior, cuyo peso relativo se situó en el 60,9% al cierre del ejercicio, 9 puntos porcentuales más que en 2016 y 11 más que en 2015. La cartera interior, por su parte, redujo su importancia, tanto en términos absolutos como relativos, hasta poco más de 83.000 millones de euros, un 31,3% del total.

Dentro de la cartera exterior, el aumento más importante se produjo en la inversión en otras instituciones de inversión colectiva, que avanzó desde los 46.435 millones de euros hasta más de 66.000 millones, seguida por la inversión en valores

representativos de deuda, que se incrementó en casi 1.500 millones de euros, hasta los 67.794 millones. En ambos casos, ya se habían producido aumentos importantes en el ejercicio anterior.

En la cartera interior, la mayor reducción se observó en los depósitos en entidades de crédito, igual que sucedía en 2016, al contraerse prácticamente a la mitad, hasta los 8.657 millones de euros. También disminuyó la inversión en valores representativos de deuda nacionales, que se situó en 55.389 millones de euros, un 12,7% menos que en 2016, año en el que había experimentado un avance del 8,6%.

Aunque con menos intensidad que en otros ejercicios, las sociedades gestoras continuaron el proceso de racionalización de la oferta de fondos, que entre 2012 y 2016 dio lugar a un descenso en el número de fondos superior a 450. Así, a lo largo del ejercicio, se produjeron 195 bajas de FI y 123 altas, lo que hizo que el número de vehículos se situara en 1.676 al cierre del año (véase cuadro 3.1.2). Un total de 188 bajas fueron consecuencia de absorciones por parte de otros FI. Esta reducción en el número de vehículos, unida al aumento patrimonial de los fondos, dio lugar a un incremento del patrimonio medio por fondo durante el ejercicio, que pasó de 136,1 millones de euros en 2016 a 158,2 millones en 2017.

Altas y bajas en el registro de entidades en 2017

CUADRO 3.1.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/16	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/17
Total IIC de carácter financiero	**5.035**	**134**	**605**	**4.564**
Fondos de inversión	1.748	123	195	1.676
Sociedades de inversión	3.239	3	409	2.833
IIC de IIC de inversión libre	7	2	1	8
IIC de inversión libre	41	6	0	47
Total IIC inmobiliarias	**9**	**1**	**3**	**7**
Fondos de inversión inmobiliaria	3	0	0	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	1	3	4
Total IIC extranjeras comercializadas en España	**941**	**134**	**62**	**1.013**
Fondos extranjeros	441	60	46	455
Sociedades extranjeras	500	74	16	558
SGIIC	**101**	**9**	**1**	**109**
Depositarios	**56**	**0**	**2**	**54**

Fuente: CNMV.

En línea con el comportamiento del patrimonio, el número de partícipes creció un 24,6%, hasta situarse por encima de los 10,2 millones (véase anexo II.1). Por categorías, los fondos de renta variable internacional fueron los que experimentaron el mayor avance, con 693.080 partícipes más, seguidos por los fondos globales y los de renta variable euro, con incrementos de 428.215 y 315.231, respectivamente. El 98% de los partícipes de los FI eran personas físicas y concentraban el 82,4% del patrimonio total, porcentajes similares a los de 2016 en ambos casos.

3.1.2 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

En 2017 el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo de forma notable, después de un año en el que ya se habían producido algunas bajas, aunque no de una forma tan notoria. Así, 409 SICAV se dieron de baja a lo largo de 2017, lo que, unido a las 3 altas producidas, situó el número de entidades en 2.833 a finales de año. Este descenso se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 7,6% hasta alcanzar los 421.273. Prácticamente todas las SICAV, más del 99%, cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil.

El patrimonio de estas IIC descendió un 2,1% hasta los 31.424,7 millones de euros, a causa, principalmente, del elevado número de bajas ya mencionado. El patrimonio medio por SICAV se incrementó desde los 9,9 millones de euros a finales de 2016 hasta los 11,1 millones en 2017, mientras que el patrimonio medio por accionista lo hizo desde los 70.364 euros hasta los 74.595.

Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión[1] CUADRO 3.1.3

Importes en millones de euros

	2016	%	2017	%	% var. 17/16
Patrimonio	**32.092**	**100,0**	**31.425**	**100,0**	**-2,1**
Cartera de inversiones financieras	**28.128**	**87,6**	**28.805**	**91,7**	**2,4**
Cartera interior	7.707	24,0	6.229	19,8	-19,2
Valores representativos de deuda	2.395	7,5	1.654	5,3	-30,9
Acciones y otros instrumentos de patrimonio	2.872	8,9	2.675	8,5	-6,9
Instituciones de inversión colectiva	1.485	4,6	1.626	5,2	9,5
Depósitos en EE. CC.	925	2,9	236	0,8	-74,5
Derivados	-5,2	0,0	-0,6	0,0	-88,5
Otros	34,4	0,1	39,7	0,1	15,4
Cartera exterior	20.413	63,6	22.566	71,8	10,5
Valores representativos de deuda	4.263	13,3	4.397	14,0	3,1
Acciones y otros instrumentos de patrimonio	6.466	20,1	6.988	22,2	8,1
Instituciones de inversión colectiva	9.653	30,1	11.154	35,5	15,5
Depósitos en EE. CC.	6,7	0,0	0,0	0,0	-100,0
Derivados	15,7	0,0	19,3	0,1	22,9
Otros	8,4	0,0	8,9	0,0	6,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,9	0,0	9,3	0,0	17,7
Inmovilizado intangible	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**–**
Inmovilizado material	**0,1**	**0,0**	**0,6**	**0,0**	**500,0**
Tesorería	**3.791,7**	**11,8**	**2.421,7**	**7,7**	**-36,1**
Neto deudores/acreedores	**172,2**	**0,5**	**197,5**	**0,6**	**14,7**
Pro memoria: n.º accionistas	**456.080**	**–**	**421.273**	**–**	**-7,6**

Fuente: CNMV.

Igual que sucedió en los FI, en las SICAV se observó un desplazamiento de las inversiones en favor de la cartera exterior, cuyo peso relativo en el patrimonio total se situó en el 71,8% al cierre de 2017 frente al 63,6% de 2016, año en el que ya se había contraído 4 puntos porcentuales. Este desplazamiento se produjo en prácticamente

todas las categorías, entre las que cabe destacar la inversión en otras IIC, que registró un aumento de unos 1.500 millones de euros, de modo que situó su peso relativo en el patrimonio de las SICAV en el 35,5% (30,1% en 2016 y 27,1% en 2015).

La cartera interior, por el contrario, disminuyó un 19,2% hasta los 6.229 millones de euros, y su peso relativo en el patrimonio total pasó del 24% al 19,8%. Este descenso estuvo motivado, principalmente, por las desinversiones en instrumentos de deuda nacionales, igual que en los dos años anteriores. Los activos en cartera de este tipo estaban valorados al cierre del ejercicio en 1.654 millones de euros, un 30,9% por debajo de la cifra de 2016. Por su parte, el saldo de tesorería, al contrario de lo que sucedía en los FI, experimentó una reducción significativa respecto al año anterior, que lo situó en el 7,7% del patrimonio total.

3.1.3 IIC de inversión libre

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

Su patrimonio agregado, en cualquier caso, experimentó un incremento significativo en 2017, concretamente del 26,8%, situándose a finales de diciembre en 2.767 millones de euros. El aumento se produjo tanto en las IIC de IIC de inversión libre, cuyo aumento fue del 59,6% hasta los 468,7 millones de euros[1], como en las IIC de inversión libre, con un avance del 21,7% hasta los 2.298,4 millones.

Al cierre del ejercicio, los fondos de inversión libre concentraban el 73,1% del total del segmento (76,7% en 2016). Los fondos de IIC de inversión libre continuaron siendo los menos relevantes, aunque su proporción respecto al total registró un repunte notable, al pasar del 1% en 2016 al 7,5% en 2017. Las fórmulas societarias en su conjunto suponían el 19,3%.

La rentabilidad de la cartera tuvo un comportamiento dispar entre las distintas categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento en la cartera del 7,19% hasta noviembre, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad negativa (-1,66%). Al igual que en los FI, el mayor rendimiento se produjo en el primer trimestre del año.

El número total de partícipes y accionistas del segmento aumentó de forma significativa, un 74,0% hasta alcanzar los 7.250. Este avance se produjo en todas las categorías, pero fue especialmente relevante en el caso de los fondos de IIC de inversión libre, cuyos partícipes pasaron de 1.022 en diciembre de 2016 a 3.491 al cierre del año pasado[2].

---

1 El importante avance patrimonial de las IIC de IIC de inversión libre se debió, esencialmente, a dos fondos que se dieron de alta durante 2017 y cuyo volumen de activos es elevado en relación con los vehículos existentes previamente.

2 Este crecimiento, como en el caso del avance patrimonial, se debió a los dos fondos que se dieron de alta durante 2017.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al finalizar 2017 ascendía a 55, 7 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 3.1.2, el número de IIC de inversión libre aumentó de 41 a 47 tras producirse 6 altas, mientras que las IIC de IIC de inversión libre pasaron de 7 a 8 (2 altas y 1 baja). Cabe mencionar que estas últimas llevaban retrocediendo de forma ininterrumpida desde el inicio de la crisis, cuando llegaron a estar registrados 41 vehículos de este tipo.

3.1.4 IIC inmobiliarias

Las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias han experimentado, desde los momentos más agudos de la crisis financiera —antes de la cual llegaron a gestionar más de 9.500 millones de euros (a mediados del año 2007)—, un descenso continuado e incesante tanto en su número como en el de sus partícipes y en el del patrimonio gestionado, de tal manera que, en la actualidad, puede considerarse un subsector irrelevante dentro del sector de la inversión colectiva.

En 2017, después de dos años en los que no se había registrado ningún movimiento en el registro de IIC inmobiliarias de la CNMV, se produjeron tres bajas y un alta, por lo que el número de estas entidades a final de año era de siete: tres fondos de inversión inmobiliaria (FII) y cuatro sociedades de inversión inmobiliaria (SII).

El patrimonio de los FII se contrajo un 2,7% durante el ejercicio hasta los 360 millones de euros. La causa de este retroceso fue la obtención de una rentabilidad negativa de los activos en cartera, como viene sucediendo desde los años centrales de la crisis, aunque ahora con una intensidad mucho menor, ya que se situó en el 2,6% (llegó a ser del -11,3% en 2013). El número de partícipes, por su parte, experimentó una contracción muy importante y se redujo un 72%, hasta los 1.097. Este descenso se explica por la recompra de participaciones que se produjo por parte de la entidad matriz del grupo de un fondo a los partícipes que así lo desearan.

En cuanto a las SII, su patrimonio disminuyó un 10,7% a causa de las bajas producidas durante el año. Por esta misma razón, el número de accionistas cayó a menos de la mitad, al pasar de 674 a 327.

Un análisis de los reembolsos en la industria de fondos española en periodos de estrés

RECUADRO 5

La industria de los fondos de inversión ha adquirido una importancia mayor desde el punto de vista de la estabilidad financiera durante los últimos años como consecuencia de varios factores. Por una parte, el importe de los activos gestionados por los fondos de inversión ha registrado un crecimiento notable a nivel global. En Europa, mercado de referencia más cercano, el patrimonio del sector se situó en 15,6 billones de euros a finales de 2017[1]. Por otra parte, el entorno de tipos de interés reducidos ha impulsado a algunos gestores a buscar mayores rentabilidades mediante la adquisición de activos de renta fija con menor liquidez y mayor duración y riesgo de crédito.

Por ello, el sector de los fondos de inversión ha sido objeto de especial interés por parte de los reguladores de mercados de valores a nivel internacional.

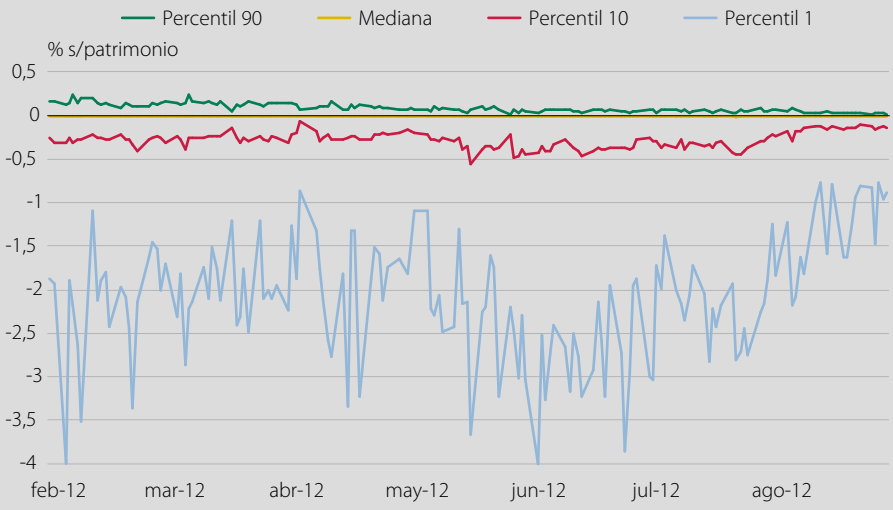
A principios de 2017 el Financial Stability Board (FSB) publicó un conjunto de recomendaciones para abordar las vulnerabilidades existentes en la industria de los fondos de inversión[2], mientras que a mediados de ese mismo año IOSCO divulgó otro conjunto de recomendaciones enfocadas a mejorar la gestión de los riesgos de liquidez[3].

Por su parte, la CNMV está realizando un estudio para determinar de qué forma la industria de fondos podría contribuir a incrementar el riesgo sistémico en momentos de estrés financiero y qué herramientas podrían ser adecuadas para mitigar un impacto negativo en términos de estabilidad financiera.

El estudio consta de dos partes: un análisis inicial, actualmente en desarrollo, en el que se identifican las características de los fondos más propensos a sufrir reembolsos en periodos de estrés y, posteriormente, la elaboración de un marco conceptual que cuantifique los riesgos que podrían emanar del sector de los fondos de inversión para la estabilidad financiera.

En el análisis inicial se estudian las variables que explican las suscripciones netas diarias de los fondos de inversión españoles entre febrero y agosto de 2012, lapso de tiempo que se corresponde con un episodio de elevada incertidumbre acerca del sector bancario nacional y se enmarca en el periodo de crisis de la deuda soberana europea (véase gráfico R5.1). Para poder tratar la heterogeneidad existente entre los diferentes tipos de fondos se han creado subgrupos en función de: i) los activos en los que invierte el fondo (renta fija o renta variable)[4]; ii) el tipo de partícipe que predomina en el fondo (mayorista o minorista)[5]; y iii) el grupo al que pertenece la gestora del fondo (bancario o independiente).

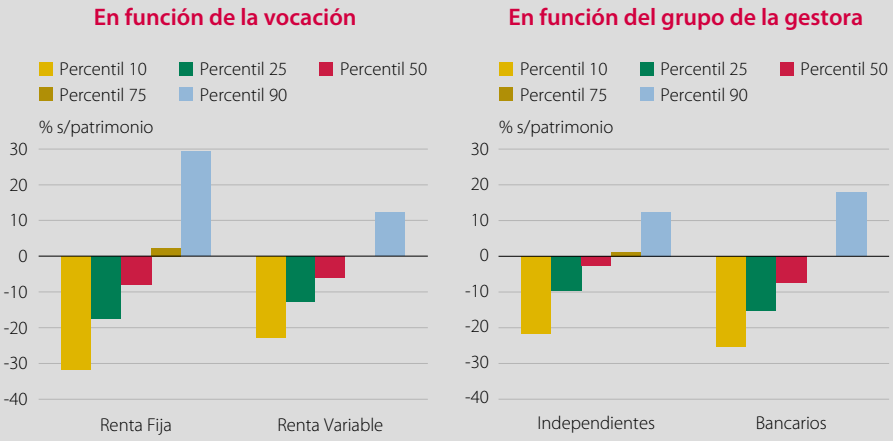
Suscripciones netas diarias por percentiles GRÁFICO R5.1



Fuente: CNMV.

Un primer análisis descriptivo revela que la distribución de las suscripciones netas acumuladas en el periodo estudiado mostró más dispersión en los fondos de renta fija y en los fondos de gestoras pertenecientes a entidades bancarias (véase gráfico R5.2).

Suscripciones netas acumuladas por percentiles GRÁFICO R5.2



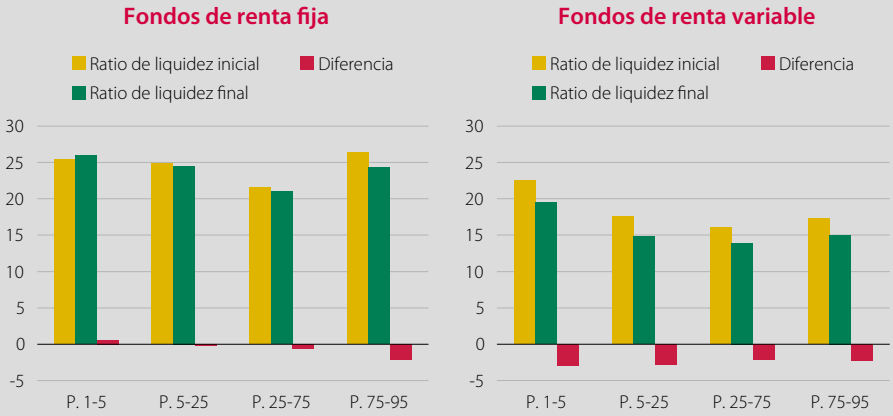
Fuente: CNMV.

Los resultados preliminares obtenidos a partir de un análisis basado en regresiones cuantiles —que permiten examinar las colas de una distribución y, por lo tanto, son apropiadas para el objeto de este estudio— muestran que las características relacionadas con el tipo de inversor fueron muy relevantes para explicar los reembolsos. Entre estas características cabe destacar la volatilidad de los flujos pasados, que tuvo una incidencia notable en las suscripciones netas. La volatilidad de los flujos se suele interpretar como una medida de «capital volátil» y está relacionada con la frecuencia y el importe de las suscripciones y los reembolsos que los partícipes realizan en los fondos de inversión. En cuanto a las características relacionadas con las variables fundamentales de la cartera, el impacto de las rentabilidades sobre los flujos fue limitado en todas las vocaciones, mientras que el coeficiente de liquidez[6] fue relevante para explicar los flujos de los fondos de renta fija.

Como se puede observar en el gráfico R5.3, los fondos de renta fija que experimentaron más reembolsos mostraban un coeficiente de liquidez elevado al inicio del periodo analizado y, de hecho, lo incrementaron en los meses posteriores. Este comportamiento se podría explicar por la voluntad de los fondos de aumentar su coeficiente de liquidez para hacer frente a potenciales reembolsos.

En conclusión, el sector de los fondos de inversión mostró un alta resiliencia durante el momento de mayor incertidumbre relacionado con la salud del sistema bancario nacional en 2012. Además, ciertas características de la industria, como el elevado porcentaje de fondos que son UCITS o la presencia testimonial de fondos de inversión inmobiliaria, actúan como mitigantes de algunos riesgos. No obstante, en un contexto de estrés financiero y carencia de liquidez en los mercados, los fondos que hubiesen incorporado activos de menor liquidez en sus carteras podrían verse obligados a asumir costes de transacción elevados si quisieran deshacer sus posiciones. Esto podría incentivar a los partícipes a reembolsar antes que el resto en un intento de evitar dichos costes, hecho que podría contribuir a reforzar espirales de caídas de precios. Un análisis que permita entender y cuantificar estos riesgos es clave para poder implementar, si fuese necesario, medidas que los mitiguen y ayuden a preservar la estabilidad financiera cuando se produzcan tensiones en los mercados financieros.

Coeficiente de liquidez en función de las suscripciones netas acumuladas[1] GRÁFICO R5.3



Fuente: CNMV. (1) En el eje horizontal, los percentiles corresponden a las suscripciones netas acumuladas (en porcentaje) sobre el patrimonio de cada subgrupo de fondos. Se calcula el promedio del coeficiente de liquidez de los fondos que caen en cada rango de percentiles para la primera y la última semana del periodo estudiado (ratio de liquidez inicial y ratio de liquidez final, respectivamente) y se muestra la diferencia.

1 EFAMA (2018). *Quarterly Statistical Release,* n.º 17 (marzo). Disponible en: http://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/Quarterly%20Statistical%20Release%20Q4%202017.pdf

2 FSB (2017). *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*. Disponible en: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Asset-Management-Consultative-Document.pdf

3 IOSCO (2018). *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*. Disponible en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD573.pdf

4 Los fondos de renta fija incluyen solo aquellos que invierten en instrumentos del mercado monetario y renta fija pura, mientras que los de renta variable incluyen fondos mixtos, de renta variable pura, de retorno absoluto y globales.

5 La clasificación de mayorista o minorista se realiza según la definición proporcionada por Cambón, M.I. y Losada. R. (2012). *Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito.* Documento de Trabajo de la CNMV n.º 54. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN54_web.pdf

6 La variable se define como el promedio del coeficiente de liquidez observado para cada fondo durante el mes de febrero de 2012. Este coeficiente mide el porcentaje de activos muy líquidos (repos a un día sobre deuda pública, cuentas en el depositario y depósitos en entidades de crédito) sobre el total de activos gestionados.

3.1.5 IIC extranjeras comercializadas en España

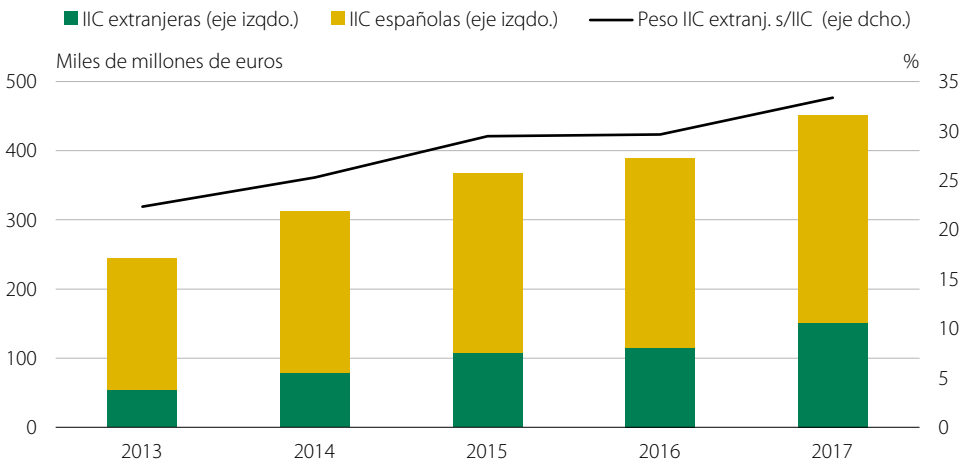
El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España no ha dejado de aumentar durante los últimos años, como puede observarse en el gráfico 3.1.2. De hecho, desde mediados de 2012 hasta finales de 2017 esta cifra se ha quintuplicado. Después de que en 2016 se produjera un ritmo de crecimiento menor que en los años previos, a lo largo del ejercicio pasado, la inversión volvió a crecer con fuerza, con un aumento del 30,8% hasta los 150.421 millones de euros[3]. Este

3 Estos datos corresponden tan solo a IIC armonizadas (excluidas las ETF), ya que hasta 2017 estas eran las únicas IIC extranjeras obligadas a remitir información a la CNMV. A partir del 1 de enero de 2018, con la

importe era equivalente al 33,4% del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país, 4 puntos porcentuales más que en 2016.

El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante 2017 en 14 fondos y 58 sociedades, en línea con la tendencia de los últimos años, por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.013 vehículos de este tipo (455 fondos y 558 sociedades). La mayor parte de las altas correspondieron, como en los ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda (véase anexo II.5).

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España GRÁFICO 3.1.2



Fuente: CNMV.

3.1.6 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

A finales de 2017 había un total de 109 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 8 más que al cierre de 2016, tras haberse producido 9 altas y 1 baja (véase anexo II.6). El patrimonio gestionado por las SGIIC se incrementó un 9,9% hasta alcanzar, prácticamente, los 300.000 millones de euros. Este avance se debió en gran medida al buen comportamiento de las suscripciones en los fondos de inversión mobiliarios, que representan casi el 90% del patrimonio total gestionado, con un crecimiento del 11,5%. El sector, por otra parte, siguió mostrando una elevada concentración: las 3 mayores gestoras mantenían, a finales de 2017, una cuota conjunta del 42% del patrimonio total, 1 punto porcentual por debajo de la proporción de 2016.

En línea con la evolución positiva de la inversión colectiva durante el año, los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC aumentaron un 25,6% con respecto a 2016 hasta los 754,6 millones de euros. La razón principal de este avance fue el incremento de los ingresos por comisiones, que se situaron en 2.975 millones de euros,

entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tanto las IIC armonizadas como las no armonizadas están obligadas a remitir dicha información. Adicionalmente, los datos que deben remitir se han ampliado, añadiéndose variables tanto cualitativas como cuantitativas, entre las que destaca la vocación inversora o un desglose de las comisiones satisfechas y las efectivamente cobradas. De esta forma, la CNMV tendrá acceso a una información que hasta el momento no estaba disponible.

un 14,9% más que al cierre del año anterior. Dentro de estas, las comisiones de gestión de IIC, que suponen alrededor del 90% del total de las comisiones percibidas por las gestoras, fueron las que experimentaron un mayor avance, con un aumento de poco más de 300 millones de euros, tras haberse contraído ligeramente en 2016 (véase cuadro 3.1.4). Estas comisiones alcanzaron un importe total equivalente al 0,88% del patrimonio, por encima del 0,86% de finales de 2016. Por su parte, las comisiones satisfechas también se incrementaron, aunque en una proporción menor, hasta alcanzar los 1.755 millones de euros, un 10,8% por encima de la cifra de 2016.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 3.1.4

Importes en miles de euros

	2016	2017	Var. (%)
Margen de intereses	**5.208**	**3.361**	**-35,5**
Comisiones netas	1.004.839	1.219.956	21,4
Comisiones percibidas	2.588.841	2.975.368	14,9
Gestión de IIC	2.347.199	2.647.397	12,8
Suscripción y reembolso	13.964	21.555	54,4
Otras	227.678	306.412	34,6
Comisiones satisfechas	1.584.002	1.755.412	10,8
Resultado de inversiones financieras netas	5.456	12.362	126,6
Rendimientos de instrumentos de capital	771	10.302	1.236,2
Diferencias de cambio netas	189	-635	-436,0
Otros productos y cargas de explotación netas	-1.692	-479	-71,7
Margen bruto	**1.014.771**	**1.244.867**	**22,7**
Gastos de explotación	389.989	466.615	19,6
Personal	239.325	285.496	19,3
Generales	150.664	181.119	20,2
Amortizaciones y otras dotaciones netas	28.905	24.840	-14,1
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-453	303	–
Resultado neto de explotación	**596.330**	**753.109**	**26,3**
Otras ganancias y pérdidas	4.489	1.455	-67,6
Resultado antes de impuestos	**600.819**	**754.564**	**25,6**
Impuesto sobre beneficios	-163.628	-204.655	25,1
Resultado de actividades continuadas	**437.191**	**549.909**	**25,8**
Resultado de actividades interrumpidas	0	0	–
Resultado neto del ejercicio	**437.191**	**549.909**	**25,8**

Fuente: CNMV.

El año cerró con 19 entidades en pérdidas, 6 más que en 2016, aunque su valor agregado se redujo, ya que pasó de 7,4 millones de euros a 6,6 millones (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
2013	453.001	11	2.102
2014	545.484	14	2.828
2015	626.446	11	3.526
2016	600.818	13	7.369
2017	754.562	19	6.630

Fuente: CNMV.

3.1.7 Depositarios de IIC

Durante 2017 se produjeron 2 bajas de depositarios de IIC, por lo que el número de estas entidades registradas en la CNMV se situó en 54 al cierre del ejercicio, de las cuales solo 23 se hallaban operativas. Además, las 2 bajas producidas correspondieron, precisamente, a entidades que estaban operativas al cierre de 2016. Entre los depositarios activos, los grupos bancarios mantienen un claro predominio en el sector. Así, el 94,8% del patrimonio total de las IIC estaba depositado en estos grupos a finales de 2017 (95,2% en 2016); de este un 11,8% correspondía a sucursales de entidades financieras extranjeras, en su mayoría comunitarias. El 5,2% restante se repartía entre cooperativas de crédito, sociedades de valores y compañías de seguros.

3.2 Prestación de servicios de inversión

En España pueden prestar servicios de inversión diversos tipos de entidades, entre las que destacan, por un lado, las de crédito y, por otro, las sociedades y agencias de valores. Las primeras son, con notable diferencia, las principales proveedoras de estos servicios en nuestro país y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios. Las segundas siguen conservando un peso relativo importante, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque ofrecen también un amplio abanico de servicios. Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) y las sociedades gestoras de cartera (SGC). Con respecto a estas últimas, no obstante, al cierre de 2017 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, una menos que al finalizar 2016. 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. Esto se debe a que los requisitos para constituir una sociedad gestora de cartera o una agencia de valores con un programa de actividades parecido no son muy diferentes, sin embargo las agencias de valores son un tipo de entidad más flexible a la hora de ir prestando progresivamente otros 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[4].

4 La CNMV supervisa a las sociedades y agencias de valores, a las sociedades gestoras de cartera y a las entidades de asesoramiento financiero tanto en la vertiente prudencial como en el cumplimiento de

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 esta última en lo que respecta al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en relación con los clientes.

La actividad de las sociedades y agencias de valores en 2017 se desarrolló en unas condiciones más favorables que las de ejercicios precedentes, especialmente para las agencias de valores. Además, los resultados de ambos tipos de entidades vinieron marcados por el cambio de modelo de negocio que, de forma paulatina, están experimentando, en especial las sociedades de valores.

Tradicionalmente, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes son la principal fuente de ingresos para agencias y sociedades. Sin embargo, la competencia creciente de las entidades de crédito en la provisión de servicios de inversión y el desplazamiento de una parte de la negociación de valores admitidos a cotización en las bolsas españolas hacia plataformas de negociación radicadas en otros países europeos (véase sección 2.1) han hecho que el peso de esta partida haya sido menor en los últimos ejercicios.

Esta caída de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes se ha ido compensando con el aumento de otros ingresos por comisiones: en especial, la comercialización de IIC, la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión. Además, en el caso de las sociedades, también por un descenso de las comisiones satisfechas a otras entidades. Esta sustitución provocó que en este ejercicio las entidades del sector experimentaran un aumento de sus ingresos netos en actividades por cuenta ajena. Por su parte, las sociedades de valores sufrieron un descenso significativo en el resultado de sus actividades por cuenta propia, sobre todo en las inversiones financieras.

La combinación de los diferentes ingresos de las entidades se tradujo en un margen bruto agregado del sector superior al del año anterior. La contención de los gastos de explotación, sobre todo de las sociedades, tuvo su reflejo en un aumento de los resultados antes de impuestos del sector. En conjunto, dicho resultado aumentó un 9,8% con respecto a 2016 (7,1% para las sociedades de valores y 54,9% para las agencias).

No obstante lo anterior, un número relativamente elevado de entidades (20 de 89) cerraron el ejercicio con pérdidas (7 sociedades de valores y 13 agencias). El importe agregado de las pérdidas fue mayor que el del ejercicio anterior en las sociedades de valores y ligeramente superior en las agencias. La combinación de unos mejores resultados agregados y de una cantidad significativa de entidades en pérdidas refleja como este sector está sufriendo un proceso de polarización: las entidades rentables cada vez obtienen mayores beneficios mientras que las entidades menos rentables encuentran difícil su viabilidad. En cualquier caso, el sector siguió gozando de un amplio margen de cobertura en relación con los recursos propios exigidos por la normativa, si bien la holgura que proporciona el exceso de recursos propios sobre los exigibles es reducida, al tratarse de importes poco significativos en términos absolutos.

En cuanto a las empresas de asesoramiento financiero, el volumen total de patrimonio asesorado se mantuvo estable con respecto al año anterior, aunque el peso de los clientes minoristas aumentó de forma notable. Este mayor volumen del negocio minorista se tradujo en un incremento del resultado agregado.

---

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.

3.2.1 Entidades de crédito[5]

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 122 a finales de 2017, 3 menos que en 2016. Este descenso aún guarda relación con el proceso de reconversión y concentración del sector bancario resultado de la crisis financiera. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 467, las mismas que el año anterior. De ellas, 411 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 56 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (461 entidades, véase anexo II.12).

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

	2014	2015	2016	2017	% s/total comisiones EC[1]
Por servicios en valores	**1.479**	**1.476**	**1.334**	**1.436**	**10,0**
Aseguramiento y colocación de valores	301	218	190	231	1,6
Compraventa de valores	477	488	410	457	3,2
Administración y custodia	583	632	596	551	3,9
Gestión de patrimonio	119	138	138	197	1,4
Por comercialización de productos financieros no bancarios	**3.689**	**4.213**	**4.389**	**4.380**	**30,6**
Fondos de inversión	1.762	2.295	2.187	2.290	16,0
Fondos de pensiones	482	458	520	498	3,5
Seguros	1.235	1.224	1.446	1.330	9,3
Otros	209	236	236	262	1,8
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de fondos de inversión	3.241	3.771	3.521	3.726	26,0
Ingresos totales por comisiones	**13.735**	**13.615**	**13.486**	**14.295**	**100,0**

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

El cuadro 3.2.1 muestra los ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios de valores y por la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios. Es importante señalar que en 2017 se produjo una modificación contable que afectó a los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España. Se debieron adaptar a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP

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

(FINancial REPorting) de la Unión Europea[6]. Este cambio contable hace que la comparación de los datos sobre los ingresos por comisiones bancarias de los años 2016 y 2017 se realice sobre una base no homogénea.

En cualquier caso, se debe destacar el aumento en las comisiones que las entidades de crédito percibieron por servicios relacionados con valores, en particular, por la compraventa de valores, por el aseguramiento y colocación de valores y por gestión de patrimonio. En cuanto a la comercialización de productos no bancarios, se observaron avances en los ingresos percibidos por la comercialización de fondos de inversión y descensos en la de fondos de pensiones y seguros. El peso conjunto de los ingresos por prestación de servicios sobre valores y por comercialización de fondos de inversión se mantuvo en el 26,1% en 2017 (misma cifra que en 2016).

La comparación entre las comisiones percibidas por las entidades de crédito y por las empresas de servicios de inversión pone de manifiesto el mayor peso de las primeras en la prestación de servicios de inversión. Ello se debe, en gran medida al hecho de que una buena parte de las empresas de servicios de inversión (sociedades y agencias de valores) cuyo accionista principal o único era una entidad de crédito han desaparecido para asumir las propias entidades de crédito la actividad antes realizada por ellas. Como se puede observar en el cuadro 3.2.2, las primeras superan con amplia holgura a las segundas incluso en los servicios de tramitación o ejecución de órdenes de compraventa de valores, segmento en el que las empresas de servicios de inversión mantenían hace algunos años una participación mayoritaria en las comisiones. Desde 2013 esta tendencia cambió y en los últimos años las entidades de crédito han ganado cada vez más cuota de mercado en este segmento.

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2017

CUADRO 3.2.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores[1]	Entidades de crédito (EE. CC.)	Total	% EE. CC./ total
Total servicios de inversión	**503**	**3.726**	**4.229**	**88,1**
Colocación y aseguramiento	21	231	252	91,7
Compraventa de valores	238	457	695	65,8
Gestión de patrimonios	64	197	261	75,5
Administración y custodia	39	551	590	93,4
Comercialización fondos de inversión	141	2.290	2.431	94,2

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

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

3.2.2 Empresas de servicios de inversión[7]

3.2.2.1 Sociedades y agencias de valores

Autorización y registro

A finales de 2017, estaban registradas en la CNMV un total de 89 sociedades y agencias de valores, 8 más que a finales de 2016. Este aumento en el número de entidades rompe la tendencia negativa del sector, consecuencia del importante proceso de ajuste de los últimos años (en 2008 había un total de 101 sociedades y agencias de valores), mediante el que los grupos bancarios han integrado en el banco matriz el negocio relacionado con los mercados de valores.

En total, 20 entidades cerraron 2017 con pérdidas, 1 más que en 2016. En cuanto al volumen agregado de las pérdidas, estas fueron superiores tanto para las sociedades como para las agencias de valores. En el caso de las primeras fue sensiblemente superior, mientras que para las agencias el aumento fue marginal (véanse cuadros 3.2.5 y 3.2.7).

Como se puede apreciar en el cuadro 3.2.3, en 2017 se produjeron nueve altas y una baja. De las primeras, siete correspondieron a entidades independientes y las dos restantes a entidades financieras extranjeras. Respecto a las bajas, la registrada correspondió a una agencia de valores independiente (véase anexo estadístico II.8).

También se registraron tres cambios significativos en las participaciones de control del capital de las sociedades y agencias de valores. Los tres afectaron a sociedades de valores. Dos de ellas fueron adquiridas por una entidad de crédito española, mientras que la restante fue adquirida por una entidad financiera extranjera. En el caso de la agencia de valores, la propiedad se traspasó a una sociedad independiente (véase anexo estadístico II.9).

Altas y bajas en el registro de entidades CUADRO 3.2.3

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/16	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/17
Entidades nacionales	**81**	**9**	**1**	**89**
Sociedades de valores	40	1	0	41
Agencias de valores	41	8	1	48
Entidades extranjeras	**2.839**	**202**	**155**	**2.886**
Con sucursal	46	10	3	53
En libre prestación de servicios	2.793	192	152	2.833
Pro memoria:				
Representantes	6.253	592	637	6.208

Fuente: CNMV.

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

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

bajo la modalidad de libre prestación de servicios. Así, a finales de 2017, solo había 5 entidades españolas que mantenían sucursales en otros países (Reino Unido, Italia y Portugal), 1 menos que al cierre de 2015, mientras que 46 —6 más que el año anterior— operaban mediante el régimen de libre prestación de servicios. En cuanto a la lista de países en los que las entidades prestan servicios, no se advierten modificaciones, si bien ha aumentado el número de entidades que operan a la vez en varios países (véase anexo estadístico II.10).

Como se indica en el cuadro 3.2.3, en 2017 un total de 202 entidades autorizadas en otros Estados miembros comunicaron a la CNMV su intención de comenzar a prestar servicios de inversión en España. El número de comunicaciones por abandono de esa actividad también fue significativo: 155 bajas. 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 a 2.833 frente a las 2.793 de 2016. Por su parte, el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 46 a 53. La mayoría de las nuevas entidades registradas estaban autorizadas en Chipre y Holanda (véase anexo estadístico II.7).

Resultados

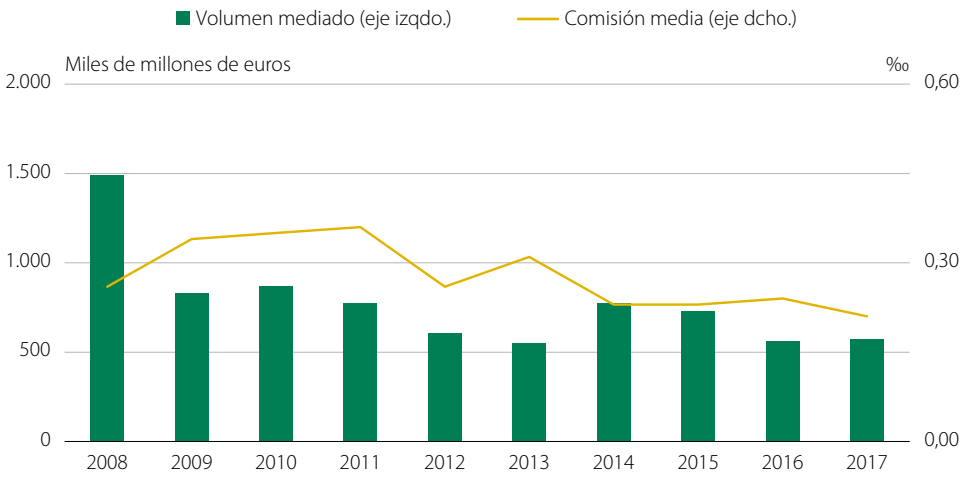
Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2017 un resultado conjunto antes de impuestos de 210,8 millones de euros, un 9,8% más que el año anterior. El aumento fue menor en las sociedades de valores (7,1%) y muy notable en las agencias de valores (54,9%). Como es habitual, debido a su tamaño, las sociedades de valores generan la mayor parte del resultado antes de impuestos del sector.

Como se aprecia en el cuadro 3.2.4, las sociedades de valores experimentaron una pequeña reducción de sus ingresos con respecto al año anterior. A ello contribuyeron de forma dispar los ingresos de las actividades por cuenta propia, que descendieron de forma notable, y los provenientes de la prestación de servicios de inversión a terceros, los cuales aumentaron. Destaca, en particular, la caída del resultado neto de las inversiones financieras, que se redujo en más de la mitad respecto a 2016, por lo que pasó a representar el 7,7% de los ingresos de este tipo de entidades (19,7% en 2016).

Las comisiones por prestación de servicios a terceros, principal fuente de ingresos de las sociedades, experimentaron un aumento del 7,3% debido, principalmente, a las comisiones percibidas por gestión de carteras, colocación y aseguramiento de emisiones y comercialización de IIC. Se produjeron descensos en otras comisiones, entre las que hay que destacar las de tramitación y ejecución de órdenes y las de depósitos y anotación de valores.

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes continuaron siendo las más importantes. Estas comisiones proceden, sobre todo, de la mediación en los mercados de renta variable nacional. Hay que destacar, no obstante, que los ingresos por esta partida disminuyeron un 11,4% con respecto al año anterior. Los volúmenes mediados en estos mercados aumentaron de forma marginal en el último ejercicio, en línea con la contratación bursátil (véase sección 1.2) y el mayor peso en este mercado de las entidades de crédito. Por su parte, la comisión media en concepto de corretaje experimentó un ligero descenso. La combinación de ambos factores provocó la disminución de los ingresos mencionada anteriormente (véase gráfico 3.2.1).

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



Fuente: CNMV.

En cuanto al resto de comisiones, resulta particularmente significativo el aumento de las percibidas por asesoramiento en materia de inversión y el mantenimiento de las provenientes de la partida «Otras». Estas comisiones proceden de los servicios auxiliares, entre los que destacan, por ejemplo, el asesoramiento a las empresas sobre la estructura del capital, los servicios relacionados con fusiones y adquisiciones de empresas, o la elaboración de informes de inversiones y análisis financiero[8]. Las comisiones satisfechas a otras entidades descendieron de forma notable (un 11,0% con respecto al año anterior) y supusieron el 26,8% de las comisiones percibidas.

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores volvieron a descender un 2,8%, lo que sugiere que el sector podría estar siguiendo con el ajuste en estos gastos, que comenzó a raíz de la crisis, para adaptarse a los cambios en los mercados financieros. Los gastos por amortizaciones y otras dotaciones también se redujeron, en este caso de forma notable. El mantenimiento del margen bruto, que las sociedades acompañaron con unos menores gastos, dio lugar a un aumento del 6,3% del resultado de explotación, que pasó de 169,5 millones de euros en 2016 a 180,2 millones en 2017. El resultado antes de impuestos aumentó un 7,1%, con lo que se situó en 194,0 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 las sociedades de valores. Su principal negocio tradicional, la intermediación en los mercados de valores, tiende a tener cada vez menos peso, mientras que las actividades de comercialización y de gestión y asesoramiento a terceros son cada vez más importantes en su cuenta de resultados. Es de destacar que, como puede observarse en el cuadro 3.2.4, la actividad de negociación por cuenta propia (*proprietary trading*) —muy importante para las empresas de servicios de inversión en la mayoría de países de nuestro entorno— es prácticamente inexistente en nuestro país para las sociedades de valores que podrían desarrollarla.

8 Para un mayor detalle, véase artículo 141 de la Ley del Mercado de Valores.

Como ha venido sucediendo de forma creciente en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, 4 sociedades de valores acumularon el 76,2% del resultado agregado de todas las entidades que obtuvieron beneficios, lo que indica una mayor concentración que en años precedentes. Otro hecho que cabe destacar es que más de la mitad de las sociedades experimentaron un aumento de beneficios en el ejercicio. En general, las entidades con mayor tamaño del sector tienden a ser cada vez más rentables, mientras que la viabilidad de las entidades pequeñas encuentra más dificultades.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores[1]

CUADRO 3.2.4

Importes en miles de euros

	2016	2017	% var. 17/16
Margen financiero	**53.930**	**58.545**	**8,6**
Comisiones netas	**373.552**	**400.884**	**7,3**
Comisiones percibidas	538.586	547.776	1,7
Tramitación y ejecución de órdenes	245.700	217.667	-11,4
Colocación y aseguramiento de emisiones	5.955	17.553	194,8
Depósito y anotación de valores	47.843	38.175	-20,2
Comercialización de IIC	75.505	81.225	7,6
Gestión de carteras	23.738	50.467	112,6
Asesoramiento en materia de inversión	2.547	5.551	117,9
Otras	137.298	137.138	-0,1
Comisiones satisfechas	165.034	146.892	11,0
Resultado de inversiones financieras	**104.292**	**40.996**	**-60,7**
Diferencias de cambio netas	-29.731	4.290	–
Otros productos y cargas de explotación	28.554	24.160	-15,4
Margen bruto	**530.597**	**528.875**	**-0,3**
Gastos de explotación	351.951	341.944	-2,8
Personal	228.518	217.130	5,0
Generales	123.433	124.814	1,1
Amortizaciones y otras dotaciones	10.451	5.764	-44,8
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-1.304	963	–
Resultado neto de explotación	**169.499**	**180.204**	**6,3**
Otras ganancias y pérdidas	11.695	13.808	18,1
Resultado antes de impuestos	**181.194**	**194.012**	**7,1**
Impuesto sobre beneficios	40.673	37.633	-7,5
Resultado de actividades continuadas	**140.521**	**156.379**	**11,3**
Resultado de actividades interrumpidas	**0**	**-407**	**–**
Resultado neto del ejercicio	**140.521**	**155.972**	**11,0**

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.

Aunque los resultados del sector fueron mejores en este ejercicio, siete sociedades de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, el mismo número que al cierre de 2016 (véase cuadro 3.2.5). Cinco de ellas ya habían registrado pérdidas en el ejercicio 2016. De estas siete sociedades, seis son entidades independientes y

una pertenece a varias entidades de crédito españolas. El importe acumulado de las pérdidas registró un notable aumento, al pasar de 8,9 millones de euros en 2016 a 14,7 millones de euros en 2017.

Resultados antes de impuestos, n.º de sociedades de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos CUADRO 3.2.5

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos (total)[1]	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
Sociedades de valores			
2014	275.629	3	-4.623
2015	192.776	8	-14.829
2016	181.194	7	-8.957
2017	194.012	7	-14.701

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.

En cuanto a las agencias de valores, a diferencia de las sociedades de valores, no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo que sus ingresos provienen casi exclusivamente de la prestación de servicios a terceros. Una parte de las agencias obtienen el grueso de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría de ellas han tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Las entidades independientes predominan en este subsector (27 de un total de 48 agencias de valores), al contrario que en el caso de las sociedades de valores, que en su mayoría están controladas por un grupo financiero (solo 8 entidades de un total de 41 son independientes).

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores aumentó un 54,9%, hasta situarse en los 16,7 millones de euros. La mejora de los resultados se debe al incremento de los ingresos ordinarios de este tipo de entidades, fundamentalmente a las comisiones.

En términos netos las comisiones experimentaron un aumento del 11,2% con respecto al año anterior. En términos brutos (comisiones percibidas), destacaron por su cuantía los incrementos en las partidas de comercialización de IIC (17,6% con respecto a 2016) y asesoramiento en materia de inversión (16,6%). Estas partidas supusieron más del 72% de las comisiones percibidas. En la parte negativa, hay que destacar el descenso de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (-15,4%).

La mayor actividad de las agencias de valores en varias de sus líneas de negocio se tradujo en un ligero crecimiento de las comisiones satisfechas a terceros; estas comisiones aumentaron un 2,6%. El margen bruto agregado reflejó el mejor comportamiento de los ingresos netos por servicios, al incrementarse en un 13,4%.

Por su parte, los gastos de explotación aumentaron un 8,3% con respecto al año anterior. Dentro de estos gastos, los de personal se incrementaron un 5,1% y los gastos generales experimentaron un ascenso del 14,7%. A pesar de los mayores gastos de explotación, el resultado neto de explotación fue de 16,9 millones de euros, lo que supone un notable 66,9% más que en 2016.

El aumento de los resultados antes de impuestos favoreció a un número elevado de agencias de valores. En particular, el 67,5% de las que estaban registradas tanto a finales de 2016 como a finales de 2017 obtuvieron unos mejores resultados.

Esta mejora de los resultados agregados no se vio reflejada en el número de entidades en pérdidas, que creció y pasó de 11 a 13. No obstante, el incremento de las pérdidas acumuladas solo fue de algo más de 500.000 euros, al pasar estas entidades de unas pérdidas de 7,4 millones en 2016 a 7,9 millones en 2017 (véase cuadro 3.2.7). Cinco de las trece agencias en pérdidas al cierre del ejercicio ya habían sufrido pérdidas el año anterior.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores[1]

CUADRO 3.2.6

Importes en miles de euros

	2016	2017	% var. 17/16
Margen financiero	**903**	**3.127**	**246,3**
Comisiones netas	**108.111**	**120.194**	**11,2**
Comisiones percibidas	129.682	142.323	9,7
Tramitación y ejecución de órdenes	24.181	20.459	-15,4
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.193	3.427	7,3
Depósito y anotación de valores	603	924	53,2
Comercialización de IIC	50.504	59.398	17,6
Gestión de carteras	11.054	12.492	13,0
Asesoramiento en materia de inversión	8.614	11.572	34,3
Otras	31.533	34.051	8,0
Comisiones satisfechas	21.571	22.129	2,6
Resultado de inversiones financieras	**245**	**1.139**	**364,9**
Diferencias de cambio netas	154	-578	–
Otros productos y cargas de explotación	-1.184	-1.128	4,7
Margen bruto	**108.229**	**122.754**	**13,4**
Gastos de explotación	95.142	103.052	8,3
Personal	63.167	66.372	5,1
Generales	31.975	36.680	14,7
Amortizaciones y otras dotaciones	2.891	2.783	-3,7
Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	56	-10	-
Resultado neto de explotación	**10.140**	**16.929**	**66,9**
Otras ganancias y pérdidas	682	-163	-
Resultado antes de impuestos	**10.822**	**16.766**	**54,9**
Impuesto sobre beneficios	3.840	4.876	27,0
Resultado de actividades continuadas	**6.982**	**11.890**	**70,3**
Resultado de actividades interrumpidas	**0**	**0**	**–**
Resultado neto del ejercicio	**6.982**	**11.890**	**70,3**

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

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

CUADRO 3.2.7

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos[1]	N.º de entidades en pérdidas	Importe de las pérdidas antes de impuestos
Agencias de valores			
2014	24.832	5	-2.111
2015	22.781	12	-3.689
2016	10.822	11	-7.402
2017	16.766	13	-7.952

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

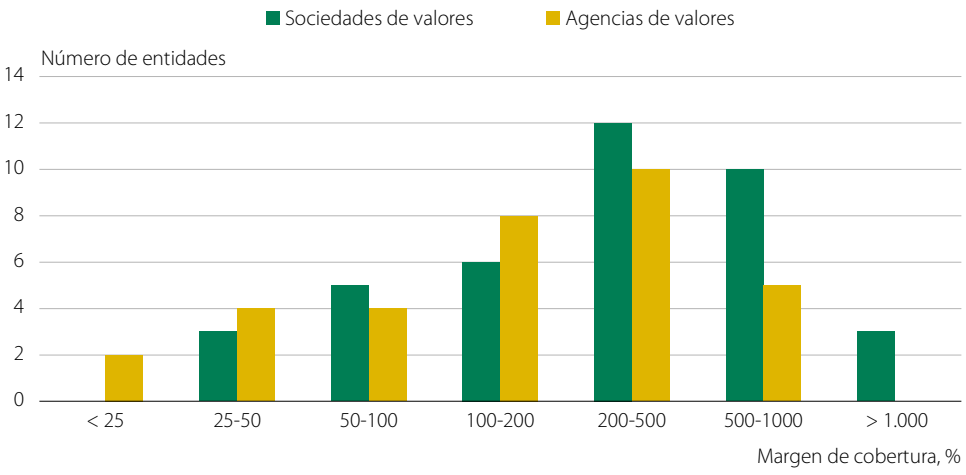
Solvencia

El sector en su conjunto continuó exhibiendo niveles de solvencia elevados durante 2017, si bien a finales de año el exceso de recursos propios era 3,2 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2016 ese dato era de 4,5.

Como es habitual, este margen era, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 3,3, para las segundas se mantuvo en 2,1. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 3.2.2 se observa que a finales de 2016 la mayoría de sociedades de valores seguían teniendo un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200%. Las agencias de valores presentaban una mayor dispersión. Ninguna sociedad o agencia de valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios, aunque la holgura que proporciona el exceso sobre recursos propios exigibles es reducida, al tratarse de importes de escasa cuantía.

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

GRÁFICO 3.2.2



Fuente: CNMV.

3.2.2.2 Empresas de asesoramiento financiero

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

Al cierre de 2017 el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV era de 171[9], lo que supone 11 entidades más que en 2016. Se produjeron 16 altas y 5 bajas, todas ellas de entidades independientes salvo el alta de una vinculada a un banco suizo especializado en grandes patrimonios. El patrimonio total asesorado ascendió a 30.791 millones de euros, lo que supone un incremento del 2% con respecto al ejercicio anterior. La mayor parte de los contratos de asesoramiento suscritos correspondía a clientes minoristas (el 93,4% de un total de 6.769), si bien estos contratos tan solo representaron el 29,5% del patrimonio asesorado. En cualquier caso, cabe señalar que en 2017 se registró un aumento importante del patrimonio asesorado a minoristas y un descenso del correspondiente a los profesionales o no minoristas (véase cuadro 3.2.9). Por último, el beneficio conjunto de este tipo de entidades aumentó de forma notable, al pasar de los 7,5 millones de euros obtenidos en 2016 a los 11,9 millones de 2017, lo que refleja un incremento en los ingresos por comisiones que provienen de sus clientes, concretamente del 23,2% hasta alcanzar los 63,7 millones de euros. En relación con los tipos de instrumentos financieros recomendados a los clientes, el 85% del total del importe recomendado en 2017 correspondió a IIC.

Por otra parte, cabe señalar que con la entrada en vigor de la nueva Directiva MiFID II, las EAFI tienen la obligación de informar a los inversores de si el servicio de asesoramiento prestado es o no independiente. Este hecho puede abrir una oportunidad para que los asesores independientes exploten comercialmente su ventaja diferencial frente a los no independientes, particularmente frente a las entidades bancarias, al prestar un servicio exento de conflictos de interés.

EAFI: número de contratos y volumen del patrimonio asesorado[1] CUADRO 3.2.8

Importes en miles de euros

	2016	2017	% var. 17/16
Número de contratos			
Clientes minoristas	5.510	6.320	14,7
Clientes no minoristas	413	449	8,7
Total	**5.923**	**6.769**	**14,3**
Patrimonio asesorado (miles de euros)			
Clientes minoristas	7.588.143	9.096.071	19,9
Clientes no minoristas	22.586.734	21.694.464	-4,0
Total	**30.174.877**	**30.790.535**	**2,0**

Fuente: CNMV. (1) Datos provisionales de 2017 con el 99% de entidades registradas.

9 De estas 171 entidades, 122 asesoraban mayoritariamente a clientes minoristas, 12 tenían más clientes profesionales que minoristas y 22 tenían solamente clientes profesionales. Las 15 restantes informaron no tener clientes asesorados.

3.3 Entidades de capital riesgo y plataformas de financiación participativas

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

Entidades registradas en la CNMV

La actividad de capital privado y capital riesgo siguió en 2017 la tendencia de los dos últimos ejercicios, con un número relevante de nuevas inscripciones, tanto de vehículos como de sociedades gestoras. En total, se inscribieron un total de 39 vehículos de inversión de tipo cerrado y 11 sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado. El Registro de la CNMV cerró el ejercicio con un total de 326 vehículos de inversión de tipo cerrado y 89 gestoras, lo que supone un aumento del 9,4% y 9,9%, respectivamente, respecto a las cifras de cierre de 2016.

En el ámbito de los vehículos de inversión de tipo cerrado, se produjeron un total de 39 altas en el Registro, existiendo variedad en cuanto a su naturaleza jurídica, así como a su objetivo de inversión. En lo que respecta a las entidades de capital riesgo (ECR) —fondos de capital riesgo (FCR) y sociedades de capital riesgo (SCR)—, se produjeron 23 altas; en el caso de ECR-Pyme, tanto fondos como sociedades, se registraron 5 altas. También se inscribieron 3 fondos de capital riesgo europeos (FCRE), figura contemplada en el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital riesgo europeos, que se podrán comercializar a inversores que aporten más de 100.000 euros, tanto en España como en países de la Unión Europea. A 31 de diciembre de 2017 figuraban inscritos 5 FCRE, lo que supone un incremento significativo frente al ejercicio precedente.

Por otro lado, en 2017 destacaron las inscripciones de nuevas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC), que aumentaron el número total de estas entidades hasta 2 fondos (FICC) y 13 sociedades (SICC). Esta nueva figura de inversión fue introducida por la Ley 22/2014 y goza de gran flexibilidad en cuanto al régimen de inversiones, tanto en lo que respecta a la política como al cumplimiento de coeficientes. En el pasado ejercicio, por ejemplo, se inscribieron tres SICC cuya política de inversión se centra en el sector inmobiliario y otras tres sociedades con una política de inversión enfocada a inversiones de capital privado, con la particularidad de que cada vehículo invertirá en una única compañía.

Cabe destacar también la iniciativa del ICO, a través de Fond-ICO Global, FCR, que sigue teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado, a través de fórmulas de coinversión. En este sentido, el 28% de los nuevos vehículos de inversión inscritos en 2017 tuvieron alguna vinculación con esta iniciativa.

En cuanto a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), su número se incrementó en 8, de forma que a 31 de diciembre de 2017 figuraban 89 SGEIC inscritas en el Registro de la CNMV. Tres de las nuevas SGEIC inscritas se constituyeron cumpliendo con todos los requisitos exigidos al efecto por la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativa para poder comercializar las ECR gestionadas tanto a inversores profesionales como a inversores considerados no profesionales, con la particularidad de que estos últimos están sujetos al cumplimiento de dos requisitos: i) que los inversores se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros y ii) que tales inversores declaren por escrito, en un

documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto[10].

Altas y bajas en el Registro en 2017 CUADRO 3.3.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/16	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/17
Sociedades de capital riesgo (SCR)	99	10	4	105
Fondos de capital riesgo (FCR)	166	13	6	173
Sociedades de capital riesgo pyme (SCR-Pyme)	13	4	1	16
Fondos de capital riesgo pyme (FCR-Pyme)	11	1	0	12
Fondos de capital riesgo europeo (FCRE)	2	3	0	5
Total entidades de capital riesgo (ECR)	**291**	**31**	**11**	**311**
Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC)	6	7	0	13
Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC)	1	1	0	2
Total entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)	**7**	**8**	**0**	**15**
Total ECR + EICC	**298**	**39**	**11**	**326**
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	**81**	**11**	**3**	**89**

Fuente: CNMV.

Algunos datos relevantes del sector de capital riesgo

De acuerdo con la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), el año 2017 registró una cifra de inversión en capital privado y capital riesgo en España cercana a los 5.000 millones de euros, lo que supone un incremento del 27% con respecto a la cifra de 2016. Se realizaron 11 operaciones superiores a los 100 millones de euros (7 operaciones en el ejercicio precedente), que acumularon un volumen de 3.000 millones de euros, y se efectuó un total de 679 inversiones, frente a las 584 inversiones del año anterior.

Los operadores internacionales concentraron el 75% de la inversión total, con una presencia muy relevante en las grandes operaciones, mientras que los inversores nacionales privados y públicos intervinieron, en general, en un mayor número de operaciones de menor tamaño.

En cuanto a la actividad del segmento medio, en operaciones que se cuantifican entre 10 y 100 millones, se registró un volumen cercano a los 1.470 millones de euros, lo que supone un aumento del 12% respecto a 2016, registrándose un total de 55 inversiones.

10 Artículo 75 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

El *venture capital* tuvo un protagonismo muy destacado en el ejercicio 2017, al alcanzar un volumen de inversión próximo a los 500 millones de euros (385 millones en 2016) en un total de 519 inversiones. En este segmento hubo un mayor protagonismo de operadores nacionales privados y fondos públicos frente a los fondos internacionales. Como viene siendo habitual en los últimos ejercicios, siguió existiendo un apoyo relevante en este segmento de inversiones de los programas de fondos públicos Fond-Ico Global y la iniciativa del CDTI, Innvierte.

La captación de nuevos fondos por parte de operadores nacionales privados alcanzó la cifra de 1.861 millones, un 17% menos que en 2016. El volumen de desinversiones creció un 85%, por lo que alcanzó un importe de 3.478 millones de euros en 317 operaciones.

Los sectores que más volumen de inversión recibieron a lo largo del ejercicio pasado fueron los productos de consumo, con el 26% del total de la inversión, hostelería/ocio con el 18,5% y transporte/logística con el 14,6%. Por número de operaciones el sector de la informática fue el más relevante, al concentrar el 40% de las operaciones totales.

3.3.2 Plataformas de financiación participativa

A lo largo de 2017 se presentaron 9 solicitudes de autorización de plataformas de financiación participativa (PFP), de modo que desde la publicación de la Ley 5/2015 que regula dichas entidades y hasta finales de 2017, el número total de solicitudes ha sido de 54. En cuanto a su evolución, en 2017 el número de solicitudes fue notablemente inferior al de los dos años anteriores: 24 en 2015 y 21 en 2016. En esta evolución 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 negocio.

Número de solicitudes de PFP CUADRO 3.3.2

Tipo de PFP	2015	2016	2017	Total acumulado
Valores	10	7	3	20
Préstamos	12	7	3	22
Mixta	1	7	3	11
Sin dato[1]	1	–	–	1
Total	**24**	**21**	**9**	**54**

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

En cuanto a las PFP autorizadas en 2017, el número también fue inferior al del año precedente: 9, frente a las 17 de 2016. Por tipos, se autorizaron 4 plataformas de valores (7 en 2016), 2 de préstamos (8 en 2016) y 3 mixtas (2 en 2016). Además, en 2017 se denegaron 4 proyectos de plataformas (1 en 2016) y desistieron o se dieron por desistidos otros 4 (7 en 2016). En 2015 no hubo ninguna denegación ni desistimiento. Una de las autorizaciones concedidas a un proyecto de PFP de valores caducó en 2017, al transcurrir más de un año sin haber realizado su inscripción en el Registro de la CNMV.

Número de PFP autorizadas

CUADRO 3.3.3

Tipo de PFP	2015	2016	2017	Total acumulado
Valores	1	7	4	12
Préstamos	0	8	2	10
Mixta	0	2	3	5
Total	**1**	**17**	**9**	**27**

Fuente: CNMV.

Número de PFP denegadas y desistidas

CUADRO 3.3.4

	2016		2017		Total acumulado	
Tipo de PFP	**Denegadas**	**Desistidas**	**Denegadas**	**Desistidas**	**Denegadas**	**Desistidas**
Valores	1	2	1	1	2	3
Préstamos	0	4	2	2	2	6
Mixta	0	0	1	1	1	1
Sin dato[1]	0	1	0	0	0	1
Total	**1**	**7**	**4**	**4**	**5**	**11**

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

A finales de 2017, en el Registro de la CNMV había inscritas un total de 21 plataformas, de las cuales 8 se registraron en 2017, 12 en 2016 y 1 en 2015. Entre las principales características de las plataformas registradas destacan las siguientes:

– 8 son de valores, 9 de préstamos y 4 mixtas.

– 2 son inmobiliarias, una de ellas de préstamos y otra mixta; ambas se registraron en 2017.

– 12 tienen su domicilio social en Madrid, 5 en Barcelona, 2 en Valencia, 1 en Soria y 1 en Santa Cruz de Tenerife.

– 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

	2015			2016			2017			Total acumulado		
		de las cuales			de las cuales[1]			de las cuales[1]			de las cuales[1]	
Tipo PFP	**Total**	**Madrid**	**Barcelona**	**Total**	**Madrid**	**Barcelona**	**Total**	**Madrid**	**Barcelona**	**Total**	**Madrid**	**Barcelona**
Valores	1	1	0	4	3	1	3	0	2	8	4	3
Préstamos	0	0	0	8	4	2	1	1	0	9	5	2
Mixtas	0	0	0	0	0	0	4	3	0	4	3	0
Total	**1**	**1**	**0**	**12**	**7**	**3**	**8**	**4**	**2**	**21**	**12**	**5**

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.

La información preliminar recibida de las plataformas en relación con su actividad durante el primer semestre de 2017 revela que estas entidades captaron 23,18 millones de euros, un 13% más que toda la financiación recibida en 2016, y que consiguieron unos ingresos de 816.000 euros, un 25% más que la facturación completa del año precedente. Las nuevas plataformas registradas en ese semestre concentraron el 28% de la financiación captada y el 27% de los ingresos. Además, entre enero y junio el número de proyectos publicados ascendió a 280 (487 en el conjunto de 2016) y el de inversores se situó en 7.494 (1.599 acreditados y 5.895 no acreditados).

II La actuación de la CNMV en los mercados de valores

En esta segunda parte del Informe anual se describe la actuación de la CNMV en los mercados de valores a lo largo de 2017. Conviene recordar, en primer lugar, que el ejercicio estuvo marcado por la inminente implantación de dos importantes normas europeas, la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR, lo que se tradujo en un esfuerzo adicional, tanto desde el punto de vista de la supervisión como de la regulación.

Se inicia esta parte con la sección sobre información financiera y gobierno corporativo, ámbitos estos en los que sigue mejorando el grado de cumplimiento de las exigencias normativas y el seguimiento de las recomendaciones, si bien se parte de un alto nivel de cumplimiento de años anteriores.

A continuación, en la sección sobre supervisión de los mercados, se destaca el trabajo dedicado a supervisar los procesos de adaptación a la plataforma paneuropea TARGET2-Securities (T2S), a la que Iberclear se incorporó en septiembre, así como la atención prestada a ciertas situaciones como la que afectó a Banco Popular o la que, a raíz de ella, dio lugar a restricciones sobre la operativa en corto con acciones de otra entidad. También cabe mencionar el aumento del número de operaciones sospechosas reportadas y de las suspensiones temporales de negociación.

Una parte fundamental de la labor ordinaria de supervisión de la CNMV se centra en los procesos de admisiones, emisiones, ofertas públicas de valores, emisiones de renta fija y ofertas públicas de adquisición (opas), que se cubre en el primer bloque de este informe y, por lo tanto, no se trata en esta parte.

En la sección dedicada a la supervisión de las entidades proveedoras de servicios de inversión, destacan la realizada sobre aspectos tales como el contenido de la información publicitaria de las páginas web de las entidades, su unidad de cumplimiento normativo o las medidas para mejorar la protección de los clientes minoristas en la comercialización de CFD y otros productos especulativos. Asimismo, respecto de la supervisión de IIC, también destaca la realización de diversos controles de carácter no recurrente, tales como el análisis de las pruebas de resistencia con respecto a cambios en los tipos de interés, la evolución de los fondos de inversión con un objetivo de rendimiento fijo o la entrega del documento de datos fundamentales para el inversor (DFI).

En la parte relativa a la atención al inversor proporcionada desde la CNMV, se señala la disminución del número de reclamaciones recibidas (principalmente por el descenso de las relativas a participaciones preferentes) y el incremento de las consultas atendidas (sobre todo con motivo de la resolución de Banco Popular Español, S.A.). Por otra parte, se menciona que en octubre se renovó el compromiso conjunto del Banco de España y de la CNMV en relación con un nuevo Plan de Educación Financiera para los próximos cuatro años.

En cuanto a las actuaciones disciplinarias llevadas a cabo en 2017, se describen los expedientes sancionadores abiertos y concluidos durante el ejercicio, así como la revisión judicial de resoluciones sancionadoras y las denuncias recibidas en la CNMV.

Por último, en la sección sobre la actividad internacional, se abordan las iniciativas adoptadas por ESMA e IOSCO con una participación activa por parte de la CNMV. En el primer caso, destaca el trabajo realizado sobre las consecuencias de la inminente salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*) y la aplicación, a partir del 3 de enero de 2018, de la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR. En el caso de IOSCO, cabe subrayar la atención y el trabajo dedicados a la ciberseguridad y a los aspectos regulatorios relacionados con las criptomonedas.

Aplicación de MiFID II y MiFIR: situación y objetivos

RECUADRO 6

El 3 de enero de 2018 comenzó la aplicación del nuevo marco normativo sobre mercados e instrumentos financieros, basado en la Directiva MiFID II[1] y el Reglamento MiFIR[2]. Este nuevo paquete regulatorio tiene como objetivo asegurar unos elevados niveles de protección de los inversores y mejorar la estructura organizativa y el gobierno corporativo de las empresas de servicios de inversión, así como aumentar la seguridad, la eficiencia, el buen funcionamiento y la estabilidad de los mercados de valores.

La rápida evolución de los mercados justificaba la necesidad de fortalecer el panorama normativo en materia de servicios de inversión; en concreto, era preciso abordar nuevos ámbitos no regulados e incrementar las competencias atribuidas a los organismos supervisores. En este sentido, MiFID II actualiza el marco de transparencia y de protección del inversor ya establecido con MiFID I.

Por un lado, MiFID II y MiFIR refuerzan la protección al inversor al modificar las previsiones existentes en materia de autorización, normas de conducta y requisitos organizativos de los proveedores de servicios de inversión, e introducir nuevas obligaciones y medidas de supervisión preventiva. En particular, se establecen nuevos requisitos sobre gobierno de productos y asesoramiento independiente y se incluyen los depósitos estructurados en el ámbito de aplicación de estas normas. Además, se mejoran los requisitos en aspectos tales como la responsabilidad de los órganos de administración, los incentivos, la información precontractual y periódica a los clientes, las ventas cruzadas, la formación de la red de ventas, la remuneración del personal y la mejor ejecución. Estas medidas se complementan con el Reglamento MiFIR, que introduce poderes de intervención específicos para ESMA y los supervisores nacionales, que permitirán prohibir temporalmente o restringir la publicidad, distribución o venta de un instrumento, actividad o práctica financiera cuando se cumplan ciertas condiciones.

Por otro lado, tras varios años de aplicación de la Directiva MiFID I, existía la necesidad de reforzar el marco regulatorio de los mercados de valores para su adaptación a la nueva realidad del mercado y para la incorporación de numerosas mejoras cuya necesidad evidenció la crisis financiera. En concreto, el

nuevo conjunto normativo pretende contribuir a la creación de un mercado de valores más competitivo, integrado y eficiente en el seno de la Unión Europea a través de los siguientes objetivos: i) canalizar la negociación OTC hacia centros de negociación, ii) incrementar la transparencia en la fase previa y posterior a la negociación, iii) introducir controles sobre la negociación algorítmica, iv) reconocer los derechos de acceso no discriminatorio a las entidades de contrapartida central e v) introducir límites a las posiciones en derivados sobre materias primas.

La puesta en práctica de este nuevo marco normativo supone una evolución sustancial del funcionamiento de los mercados y los centros de contratación de la Unión Europea. En este sentido, la CNMV ha realizado una labor muy activa de asesoramiento al Gobierno para facilitar la incorporación de MiFID II al ordenamiento jurídico nacional. El Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Instrumentos Financieros, actualmente en tramitación, fue sometido al trámite de audiencia pública, que finalizó el 18 de septiembre de 2017.

Ante la falta de trasposición de las normas comunitarias a tiempo, y con el fin de dotar a los participantes del mercado de las garantías legales necesarias para operar de acuerdo con la nueva normativa en un entorno de mercado único, el Consejo de Ministros aprobó el 29 de diciembre un Real Decreto-ley[3] que traspone al ordenamiento jurídico español la Directiva MiFID II en todo lo relativo a centros de negociación —mercados regulados, sistemas multilaterales de contratación y sistemas organizados de contratación.

De forma paralela, la CNMV publicó un comunicado el 2 enero de 2018 para recordar, en relación con las materias no abordadas en el real decreto-ley, que otras partes de MiFID II y MiFIR son también de aplicación directa desde el 3 de enero. En dicho comunicado se insiste asimismo en el efecto directo que pueden tener en ciertos casos las directivas europeas, conforme a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

La CNMV entiende que los participantes del mercado ajustarán, con carácter general, su organización y sus actividades al conjunto de reglas y obligaciones emanadas de MiFID II y MiFIR desde el 3 de enero de 2018. Para facilitar la adaptación al nuevo conjunto normativo, la CNMV difundió, en los meses anteriores a la fecha de inicio de su aplicación, diversos documentos con criterios y orientaciones al respecto, y habilitó en su página web una sección específica con toda la normativa e información relevante.

---

1 Directiva 2014/65/EU 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.

3 Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

4 Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores

4.1 Información financiera

Información financiera anual

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, o en otros mercados regulados de 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 auditadas, el informe de gestión y las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido, con las excepciones previstas en la normativa[1].

La CNMV recibió durante el pasado año un total de 309 informes financieros anuales correspondientes al ejercicio 2016 acerca de 165 emisores de valores. Estas cifras tienen en cuenta tanto los informes individuales como los consolidados y excluyen los remitidos por los fondos de titulización de activos y por los fondos de activos bancarios. El número de informes presentados fue un 2,5% inferior al registrado en el ejercicio anterior, debido principalmente a la exclusión de cotización de varias sociedades —fundamentalmente por haber sido objeto de una opa—, y a la amortización de diversos instrumentos de renta fija, por lo que sus sociedades emisoras dejaron de ser entidades obligadas. Este efecto se vio parcialmente compensado por las salidas a bolsa de entidades no financieras.

El porcentaje de informes de auditoría con opinión favorable correspondiente a las cuentas anuales de 2016 aumentó ligeramente (0,9%) respecto al del ejercicio anterior (véase cuadro 4.1.1). Por noveno ejercicio consecutivo, todos los informes de auditoría de entidades del Ibex 35 presentaron una opinión favorable.

En relación con los fondos de titulización de activos, el número de informes de auditoría ascendió a 362 (un 9,5% menos que en el ejercicio anterior), todos ellos con opinión favorable. Un total de 175 informes de fondos incorporaron algún tipo de párrafo de énfasis relacionado principalmente con la disposición de las mejoras crediticias (fondo de reserva, línea de crédito, etc.), con la repercusión de las pérdidas a los pasivos, con la liquidación anticipada del fondo o con la valoración de los activos mantenidos para la venta.

Por último, durante el ejercicio 2017 se recibieron en la CNMV las cuentas anuales auditadas correspondientes a 2016 de tres fondos de activos bancarios (cinco en 2015) y los estados financieros intermedios —comprendidos entre el 1 de enero y 30 de junio de 2016— de dos fondos de activos bancarios que se extinguieron el 30 de

1 Véase el artículo 121 del TRLMV.

junio de 2016. Estos dos últimos incluían un párrafo de énfasis en relación con su extinción.

Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV

CUADRO 4.1.1

(excluidos fondos de titulización y fondos de activos bancarios)

	2014		2015		2016	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
Auditorías recibidas en la CNMV	**340**	**100,0**	**317**	**100,0**	**309**	**100,0**
Cuentas individuales	189	55,6	170	53,6	165	53,4
Cuentas consolidadas	151	44,4	147	46,4	144	46,6
Informes especiales O.M. 30/09/92	11	–	9	–	7	–
Opinión de auditoría						
Opinión favorable	329	96,8	307	96,8	302	97,7
Opinión con salvedades	11	3,2	9	2,8	7	2,3
Denegación de opinión u opinión adversa	0	0,0	1	0,3	0	0,0
Tipos de salvedades						
Auditorías con excepciones	1	0,3	1	0,3	3	1,0
Auditorías con limitaciones al alcance	10	2,9	9	2,8	7	2,3
Efectos de las excepciones						
Efectos sobre resultados de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	0	0,0	2	0,0
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	1	0,3	0	0,0
Efectos sobre patrimonio de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	0	0,0	0	0,0	2	0,0
Auditorías con efectos negativos	0	0,0	1	0,3	0	0,0
Naturaleza de los párrafos de énfasis						
Relacionado con la continuidad del negocio	46	13,5	36	11,4	34	11,0
Relacionado con la recuperación de activos	16	4,7	15	4,7	10	3,2
Relacionado con otras circunstancias	27	7,9	14	4,4	7	2,3

Fuente: CNMV.

Respecto a las actuaciones de la CNMV, la Ley del Mercado de Valores le encomienda el deber de comprobar que la información periódica regulada se ha elaborado de conformidad con la normativa aplicable. Para el ejercicio de esta función, que se considera muy relevante y que contribuye año tras año a mejorar la calidad de la información financiera de nuestros emisores, la CNMV puede exigir a las entidades cotizadas la publicación de información adicional, conciliaciones, correcciones o, en su caso, reformulaciones de la información financiera publicada.

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

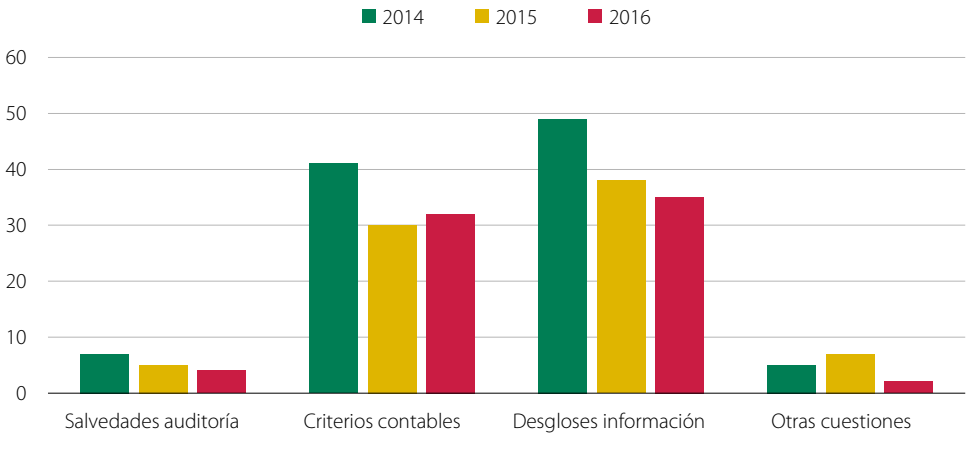
En primer lugar, todos los informes financieros recibidos en la CNMV se someten a una revisión formal y de cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa

vigente, incluyendo además, otras cuestiones derivadas de cambios puntuales en la normativa aplicable. Así, en las cuentas anuales e informes de gestión de 2016, se han verificado, entre otros, los siguientes extremos: i) que la declaración de responsabilidad sobre el contenido de los informes financieros anuales está firmada por los administradores, de acuerdo con el artículo 8 del 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 relativos a la información sobre 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); ii) que el informe anual de gobierno corporativo se incluye como parte integrante del informe de gestión; iii) que no existen diferencias significativas entre las cuentas anuales y la información financiera del segundo semestre previamente remitida y, en caso de haberlas, que se han comunicado dentro del plazo de los diez días hábiles siguientes a la formulación de las cuentas, de acuerdo con el artículo 16.3 del citado Real Decreto 1362/2007; y iv) que se ha producido, en su caso, la rotación obligatoria del auditor (artículo 19 del texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio).

En segundo lugar, la CNMV realiza una revisión sustantiva de un número determinado de cuentas anuales auditadas. Para identificar las entidades que son objeto de dicha revisión se aplica un modelo mixto de selección basado en el riesgo y en una rotación aleatoria, de conformidad con las directrices de supervisión de ESMA. En este sentido, cabe señalar que desde 2012 los supervisores europeos acordaron establecer anualmente —en coordinación con ESMA— unas prioridades comunes de supervisión para los estados financieros, con el objetivo de promover la aplicación coherente de las normas internacionales de información financiera (NIIF) en toda la Unión Europea. Además, la CNMV incorpora a su plan de trabajo otras áreas críticas de revisión que complementan las prioridades establecidas por ESMA.

En el ejercicio 2017 la CNMV remitió requerimientos a un total de 31 entidades (sin contar los fondos de titulización ni los fondos de activos bancarios) sujetas a revisión formal y sustantiva por salvedades o ampliación de información sobre los informes financieros anuales correspondientes al ejercicio 2016, siendo publicadas las respuestas mediante los correspondientes hechos relevantes en la página web de la CNMV. El gráfico 4.1.1 muestra los principales motivos por los que se remitieron requerimientos a las entidades cotizadas durante los últimos tres ejercicios.

Motivo de los requerimientos a los emisores (excluidos FT y FAB)[1] GRÁFICO 4.1.1



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

Para facilitar la difusión de la información financiera, la CNMV publica anualmente en su página web el **Informe sobre la supervisión de las cuentas anuales**, en el que se describen las principales incidencias detectadas en la revisión de los estados financieros anuales y de periodos intermedios. Un apartado esencial de este informe es la identificación de las áreas prioritarias en las que se va a centrar la revisión de la información financiera del ejercicio siguiente, que incluye las prioridades comunes de revisión establecidas por ESMA y algunas áreas seleccionadas por la CNMV cuya elección deriva de un análisis del entorno económico, de los cambios normativos en materia contable y de la experiencia acumulada en las revisiones de ejercicios anteriores.

En tres casos[2], las actuaciones de supervisión de las cuentas anuales de 2016 dieron lugar a un compromiso de reexpresión de la información financiera durante el ejercicio 2017, mediante la modificación de la información comparativa. Así, los respectivos emisores desglosaron en su respuesta al requerimiento remitido (publicada en la página web de la CNMV) el resultado de la corrección en los estados financieros del ejercicio 2016, asumiendo el compromiso de modificar la clasificación o el tratamiento contable en el informe financiero anual de 2017, de conformidad con lo previsto en la NIC 8: Políticas contables, cambios en las estimaciones contables y errores.

La información financiera de los fondos de titulización se somete también, desde el ejercicio 2010, a dos niveles de revisión: formal y sustantiva. Las actuaciones de supervisión de las cuentas anuales de 2016 de un fondo de titulización[3] dieron lugar al compromiso de reexpresión de su información financiera durante el ejercicio 2017, mediante la modificación de la información comparativa, al darse de baja determinados activos titulizados tras detectarse irregularidades en su veracidad.

Los **informes financieros anuales** se encuentran disponibles en la página web de la CNMV, desde donde se puede acceder a la consulta de los registros oficiales de las cuentas anuales auditadas de las sociedades emisoras de valores.

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 también a la CNMV, cuando España sea Estado miembro de origen, información financiera con carácter trimestral y semestral[4]. La revisión de esta información tiene un alcance inferior al de las cuentas anuales, puesto que los modelos de estados financieros intermedios contienen información resumida.

Como consecuencia de los trabajos de revisión realizados, se requirió a nueve entidades para que ampliasen o modificasen la información periódica publicada, y un emisor[5] se comprometió a reformular sus estados financieros individuales del primer semestre de 2017 para corregir la contabilización de la reestructuración financiera (si bien esta corrección no tiene impacto en el patrimonio neto total, supone una significativa disminución del resultado del periodo).

2 Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A., Liberbank, S.A. y Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.
3 IM Auriga Pymes Eur 1, F.T.A.
4 Artículos 119 y 120 del TRLMV.
5 Abengoa, S.A.

El 54,8% de los emisores (55,56% en el mismo periodo del año anterior) sometieron voluntariamente su información financiera del primer semestre de 2017 a algún tipo de revisión por parte de los auditores. Este porcentaje se eleva al 94,1% si consideramos únicamente las entidades que forman parte del Ibex 35 (un 91,4% en el mismo periodo del ejercicio anterior).

Estas revisiones pueden consistir en una auditoría de cuentas completa (10 entidades), caso en el que el auditor ofrece una seguridad razonable sobre los estados financieros intermedios, o en un trabajo de revisión limitada (76 entidades), en el que la seguridad que ofrece el auditor es moderada. Ninguna de las opiniones emitidas por los auditores contuvo salvedades.

Otros aspectos destacables relacionados con la información financiera

Por lo que respecta a la **implementación de las nuevas normas en los estados financieros elaborados según lo dispuesto en las NIIF**, es previsible que la entrada en vigor de la NIIF 9: Instrumentos financieros, la NIIF 15: Ingresos de contratos de clientes, y la NIIF 16: Arrendamientos, tenga una repercusión significativa en los estados financieros de los emisores, dado que estas normas suponen un cambio sustancial en cuanto a criterios de reconocimiento, medición y presentación. Por ello, además de incluir su revisión como prioridad de supervisión, ESMA publicó sendos **documentos sobre la implementación de la NIIF 15 (julio 2016) y de la NIIF 9 (noviembre 2016)**, esperando que se tuvieran en cuenta en la elaboración de las cuentas anuales de 2016 y en la información del ejercicio 2017. En este sentido, las entidades deberían hacer un esfuerzo adicional para facilitar desgloses cualitativos y cuantitativos sobre el efecto esperado de las nuevas normas lo antes posible y aportar, siempre y cuando se conozca o se pueda realizar una estimación razonable, los desgloses de la valoración del impacto en las cuentas anuales correspondientes a 2016 y, en mayor medida, en la información financiera intermedia del ejercicio 2017.

El 22 de diciembre se aprobó una **reforma fiscal en Estados Unidos** que introduce cambios relevantes en la regulación, aplicables a partir del 1 de enero de 2018. Algunos emisores afectados por el cambio han mostrado su preocupación ante el plazo tan reducido del que disponen para estimar los efectos contables de la reforma de conformidad con la NIIF. A este respecto, con el fin de evitar incoherencias entre el tratamiento contable de los diferentes emisores europeos, ESMA publicó un **documento relativo a la valoración de los activos y pasivos fiscales**. Si bien es cierto que un entendimiento completo de las implicaciones de la reforma requiere tiempo, ESMA espera que los emisores realicen sus mejores esfuerzos por estimar y reconocer los principales efectos en los estados financieros del ejercicio 2017. Dado que las cifras reportadas estarán sometidas a un elevado nivel de incertidumbre, las entidades deben desglosar información clara sobre los juicios empleados y el grado de incertidumbre o variabilidad de las estimaciones.

En 2017 la CNMV llamó la atención sobre la conveniencia de que las entidades remitan la **información financiera en dos versiones, en español y en inglés**. A este respecto, se realizó un seguimiento de la información en inglés durante 2017, principalmente las cuentas anuales de 2016 y el primer informe financiero semestral de 2017. Sin olvidar que la remisión de información en inglés es voluntaria, desde la CNMV se considera necesario establecer unos criterios mínimos que cubran aspectos tales como qué información se debe enviar en inglés, qué requisitos debe cumplir, cómo se debe enviar y cuándo se debe remitir.

Nuevos requisitos de información no financiera y diversidad para las entidades de interés público grandes

RECUADRO 7

Con la publicación del Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, se trasPuso al ordenamiento jurídico español la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad.

Esta norma requiere que las sociedades de capital que tengan la consideración de entidades de interés público con un número medio de empleados superior a 500 y que, simultáneamente, tengan la consideración de grandes empresas en los términos definidos por la Directiva 2013/34, elaboren un estado de información no financiera. Este estado debe incluir la información necesaria para comprender la evolución, los resultados y la situación de la entidad y de su grupo, y el impacto de su actividad respecto, al menos, a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno.

Para la divulgación de la información no financiera la sociedad obligada deberá basarse en marcos normativos nacionales, de la Unión Europea o internacionales, debiendo especificar en el propio estado en qué marcos se ha basado. Esta obligación se considerará cumplida si la sociedad incorpora al informe de gestión la información requerida por el referido Real Decreto-ley 18/2017. No obstante, se entenderá que una sociedad cumple con la obligación de elaborar el estado de información no financiera si emite un informe separado en el que se indique de manera expresa que dicha información forma parte del informe de gestión y se incluye la información que se exige para dicho estado. Este informe separado deberá someterse a los mismos criterios de aprobación, depósito y publicación que el informe de gestión.

Para facilitar la divulgación de esta información, la Comisión Europea aprobó en mayo de 2017 unas directrices no vinculantes sobre la metodología aplicable a su presentación, en las que se incluían unos indicadores clave de resultados no financieros de carácter general y sectorial.

De manera adicional, destaca la *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas,* publicada por la CNMV en 2013 y que contiene recomendaciones que las empresas cotizadas pueden seguir para preparar los informes de gestión, incluida la presentación de indicadores fundamentales, tanto financieros como no financieros.

El mencionado Real Decreto-ley modifica el artículo 540 de la Ley de Sociedades de Capital, por el que se regula el contenido del informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, ampliando la información sobre las políticas de diversidad para incluir no solo las relativas a género, sino también las concernientes, por ejemplo, a edad, discapacidad y formación y experiencia profesional.

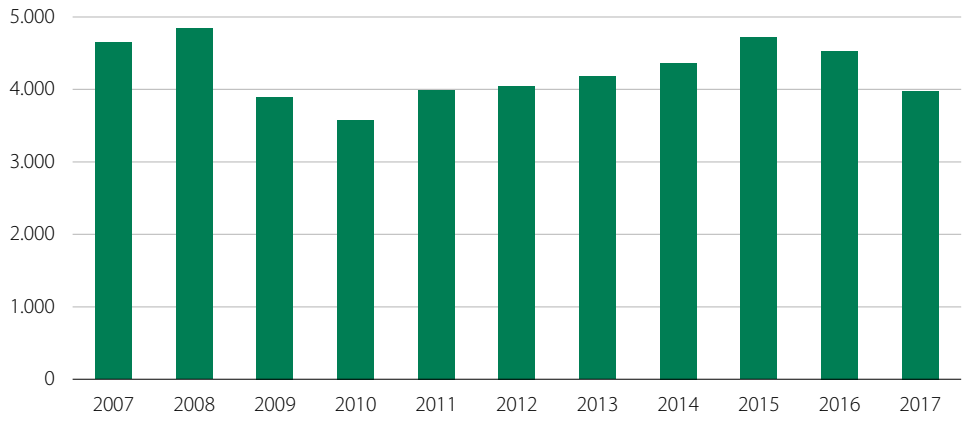
Nota: En el ***Informe sobre la supervisión por la CNMV de los informes financieros anuales y principales áreas de revisión de las cuentas del ejercicio siguiente***, publicado anualmente en la página web de la institución, se facilita información más detallada en relación con las actuaciones de la CNMV resumidas en el presente apartado.

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

Las comunicaciones de participaciones significativas de accionistas, operaciones de consejeros, directivos y sus vínculos estrechos, así como las declaraciones de operaciones sobre acciones propias de la sociedad cotizada (en adelante, notificaciones) están reguladas por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia de los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (Real Decreto de Transparencia), y por el Reglamento (UE) Nº 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril, sobre abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado), que en su artículo 19 regula la obligación de notificación de las personas con responsabilidad de dirección y de las personas estrechamente vinculadas con ellos.

Durante el ejercicio 2017 se validaron un total de 3.976 notificaciones, lo que supone un descenso del 12,2% respecto a 2016. En cuanto a la distribución de las notificaciones registradas, el 37% correspondió a consejeros (40% en 2016), el 37% a accionistas significativos no consejeros (40% en 2016), el 23% a directivos (19% en 2016) y el 5% restante a operaciones de autocartera (4% en 2016). La información comparativa de los últimos diez años se muestra en el gráfico 4.2.1.

Número de notificaciones registradas GRÁFICO 4.2.1



Fuente: CNMV.

Las notificaciones validadas representaron el 89% de las recibidas (4.475), mientras que las restantes fueron anuladas o rectificadas, en su caso, por nuevas comunicaciones.

El número de notificaciones erróneas anuladas aumentó un 1,4% respecto a 2016. La mayoría lo fueron a instancias de la CNMV, al detectar que había errores, omisiones o incoherencias.

Como en años anteriores, los motivos más frecuentes por los que se requiere la rectificación de una notificación son los siguientes: i) errores en las fechas, precios y volúmenes de las operaciones declaradas; ii) información incompleta sobre la tenencia indirecta de los derechos de voto —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

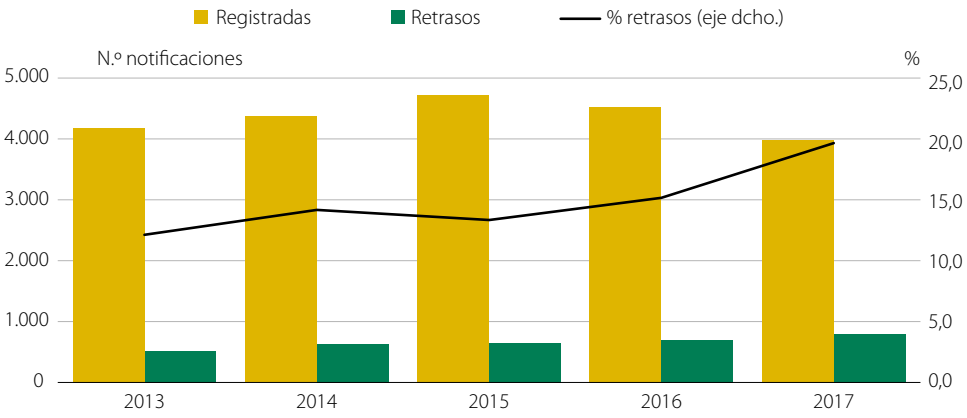
declarada en la última notificación registrada. También es frecuente que, tras ampliaciones o reducciones de capital en una sociedad cotizada, los sujetos obligados incorporen incorrectamente en sus notificaciones tanto el número total de los derechos de voto del emisor como su porcentaje de participación.

El 39% de las notificaciones anuladas fueron presentadas por consejeros, el 35% por accionistas significativos, el 21% por integrantes de la alta dirección y por las entidades o personas con vínculos estrechos con consejeros o directivos de la sociedad cotizada, y el 5% restante correspondió a declaraciones de las sociedades sobre operaciones con acciones propias.

El número de notificaciones recibidas en un plazo superior al máximo establecido en la normativa aumentó hasta 797 (700 en 2016), lo que supone un 20% del total (15% en 2016). El 73% de las notificaciones con demora fueron comunicaciones presentadas por consejeros y accionistas significativos (78% en 2016).

En 2017, de entre todas las notificaciones presentadas con demora, esta fue inferior a 7 días en el 54,3% de los casos (55,5% en 2016). Las demoras de presentación fueron superiores a 90 días en el 20,4% de los casos (11,7% en 2016). La información comparativa de los últimos 10 años se muestra en el gráfico 4.2.2.

Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora GRÁFICO 4.2.2



Fuente: CNMV.

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 fue de 4,1 (5 en 2016). Durante 2017, las 1.393 notificaciones recibidas (1.681 en 2016) correspondieron a participaciones significativas en 118 sociedades cotizadas (116 en 2016) y fueron efectuadas por 338 accionistas distintos (335 en 2016). 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.

Los accionistas también están obligados a notificar a la CNMV la adquisición o transmisión de instrumentos financieros que proporcionen al tenedor el derecho a adquirir una participación significativa en términos de derechos de voto o que tengan un efecto económico similar a aquellos que dan derecho a adquirir acciones, se

liquiden o no por entrega física, tal como se establece en la modificación del Real Decreto de Transparencia.

Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a accionistas significativos

CUADRO 4.2.1

	Total notificaciones	Menos del 5%	Entre 5 y 30%	Entre 30 y 50%	Más del 50%
Ibex 35	600	428	140	15	3
Más de 500 millones €[1]	523	330	148	28	6
Menos de 500 millones €[1]	270	177	57	21	2
Total	**1.393**	**935**	**345**	**64**	**11**
% sobre el total	**100**	**67**	**24**	**5**	**1**

Fuente: CNMV. (1) Excluidas las empresas que forman parte del Ibex 35.

Respecto a las **notificaciones referidas a los consejeros**, el Reglamento sobre abuso de mercado (hasta julio de 2016 el Real Decreto sobre abuso de mercado) obliga a los consejeros de las sociedades cotizadas a notificar todas las operaciones que realicen sobre acciones o instrumentos financieros cuyo subyacente sean las acciones de la sociedad cotizada en la que ejercen el cargo. Las operaciones sujetas a notificación son aquellas que realice el consejero tanto de forma directa como indirecta, a través de terceros o personas con las que mantenga un vínculo estrecho, siempre que tenga discrecionalidad para el ejercicio de los derechos de voto. Además, el Real Decreto de Transparencia obliga a los consejeros a informar de su posición final en derechos de voto o instrumentos financieros. Como se aprecia en el cuadro 4.2.2, durante 2017 los consejeros presentaron 1.467 notificaciones sobre 134 sociedades, lo que representa un descenso del 18,4% respecto al número de comunicaciones recibidas en el ejercicio 2016.

Número de notificaciones sobre derechos de voto correspondientes a consejeros

CUADRO 4.2.2

	Emisores			Notificaciones			Consejeros		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Ibex 35	35	33	34	1.069	1.786	534	331	279	252
Más de 500 millones €[1]	30	35	41	330	431	377	154	187	210
Menos de 500 millones €[1]	69	53	59	807	580	556	315	239	239
Total	**134**	**121**	**134**	**2.206**	**1.797**	**1.467**	**800**	**705**	**701**

Fuente: CNMV. (1) Excluidas las empresas que forman parte del Ibex 35.

Por lo que respecta a las **notificaciones referidas a los directivos y vínculos estrechos de los consejeros y directivos**, una de las modificaciones más relevantes del Reglamento sobre abuso de mercado es que las personas físicas o jurídicas estrechamente vinculadas con consejeros y directivos deben remitir sus notificaciones directamente. En 2017 se recibieron 924 notificaciones de directivos (un 7,7% más que las 858 de 2016), que afectaban a 65 sociedades (62 en 2016).

En las **comunicaciones de operaciones con acciones propias**, el Real Decreto de Transparencia señala que las empresas cotizadas están obligadas a comunicar a la CNMV la proporción de derechos de voto que queden en su poder cuando realicen

adquisiciones que alcancen o superen el 1% de los derechos de voto totales, sin descontar ventas o enajenaciones. 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 2017 se validaron en la CNMV un total de 192 notificaciones de operaciones con acciones propias (190 en 2016) que afectaron a 55 emisores (60 en 2016). El cuadro 4.2.3 muestra la distribución de las notificaciones recibidas durante el pasado año, según la capitalización bursátil de la compañía y el porcentaje de posesión final de acciones propias.

Número de notificaciones de autocartera según posición final CUADRO 4.2.3

	Total notificaciones	Menos del 1%	Entre 1 y 2%	Entre 2 y 3%	Entre 3 y 4%	Entre 4 y 5%	Más del 5%
Ibex 35	108	51	10	7	34	1	5
Más de 500 millones €[1]	46	28	7	2	1	6	2
Menos de 500 millones €[1]	38	17	6	5	7	1	2
Total	**192**	**96**	**23**	**14**	**42**	**8**	**9**

Fuente: CNMV. (1) Excluidas las empresas que forman parte del Ibex 35.

La Ley de Sociedades de Capital[6] exige dar publicidad a los **pactos parasociales** que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre estas. Estas comunicaciones se registran como hecho relevante. Los pactos pueden regular el ejercicio de los derechos de voto o restringir la libre transmisibilidad de las acciones y, en el primer caso, la CNMV analiza su efecto en las notificaciones de participaciones significativas. Durante 2017 se recibieron 26 hechos relevantes sobre pactos parasociales (14 en 2016) que afectaron a 17 sociedades cotizadas (12 en 2016).

El Real Decreto de Transparencia requiere que la celebración de un acuerdo con un tercero que obligue a adoptar, mediante el ejercicio concertado de los derechos de voto, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en ella, se notifique como **acción concertada**. A lo largo de 2017 se registraron cinco comunicaciones (cuatro en 2016) de acción concertada entre los accionistas de cuatro sociedades cotizadas (mismo número que en 2016).

4.3 Informe de gobierno corporativo

En el año 2017, 137 sociedades anónimas cotizadas y 25 emisores de renta fija presentaron el informe anual de gobierno corporativo (IAGC) correspondiente al ejercicio 2016, conforme a lo previsto en el artículo 540 de la Ley de Sociedades de Capital, en el artículo 31 de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, y en la disposición adicional séptima del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV).

En general, no se produjeron incidencias en la recepción telemática de los informes, si bien se remitieron requerimientos a nueve sociedades por su presentación fuera de plazo (once en 2016).

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

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

De acuerdo con el **Informe de gobierno corporativo** de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales correspondiente al ejercicio 2016, los **aspectos y tendencias más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo** de las sociedades cotizadas son los que se detallan a continuación.

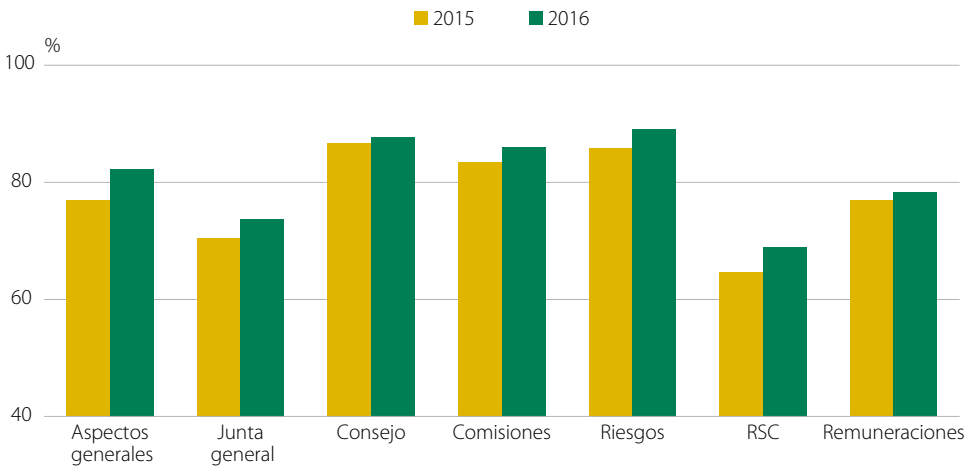
Aplicación del principio «cumplir o explicar»

El grado de seguimiento del nuevo Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas en su segundo año de aplicación —se aprobó en febrero de 2015— fue elevado. En promedio, las sociedades cotizadas cumplieron el 83,9% de las recomendaciones del nuevo código (en 2015 el grado de seguimiento respecto de las recomendaciones del Código Unificado fue del 81,8%) y, adicionalmente, de forma parcial otro 7,4% (8,8% en 2015). Por tanto, a nivel agregado, las recomendaciones que no fueron observadas por las sociedades cotizadas ni siquiera de forma parcial supusieron solamente el 8,7% del total.

Como en ejercicios anteriores, las sociedades del Ibex 35 se mantuvieron en un porcentaje medio de seguimiento (90,1%), superior al de la media registrada por el conjunto de sociedades cotizadas.

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

Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado GRÁFICO 4.3.1



Fuente: IAGC de las empresas y CNMV.

En cuanto a las explicaciones de no seguimiento de las recomendaciones, la CNMV analizó una muestra de 429 de las incluidas en los IAGC de 2016, que suponían el 35,9% del total, todas ellas relativas a las 10 recomendaciones menos seguidas del Código de buen gobierno.

Como resultado de la revisión de los criterios empleados por las sociedades cotizadas para informar en el IAGC sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de buen gobierno o para explicar los motivos de su no seguimiento, se enviaron requerimientos a 26 sociedades (25 en 2016) solicitando información, aclaraciones adicionales o información correcta sobre el seguimiento de determinadas recomendaciones del código. La mayoría de los escritos enviados incluían orientaciones destinadas a mejorar la calidad de las explicaciones ofrecidas cuando no se ajustan a las recomendaciones y mencionaban la conveniencia de seguir las indicaciones de la *Guía técnica de buenas prácticas del principio «cumplir o explicar»*, puesta a disposición del público en la página web de la CNMV en julio de 2016.

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

Junta general de accionistas

El porcentaje medio de capital que participó en las juntas celebradas en 2016 se situó en el 68,3% (69,6% en 2015). La participación media, en términos del porcentaje de capital presente o representado en la Junta, sigue estando negativamente correlacionada con el capital flotante de la sociedad, de tal forma que la primera suele ser mayor cuanto menor es el segundo.

Consejo de administración y consejeros

El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas ascendió a 1.346 (1.325 en 2015). El porcentaje que corresponde a compañías del Ibex 35 descendió ligeramente hasta el 34% (34,7% en 2015).

El tamaño del consejo se situó de media en 9,8 miembros (9,7 en 2015), mientras que ese tamaño medio aumentó hasta los 13,1 consejeros en las sociedades del Ibex 35 (mismo número que en 2015). En 2016 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 90,5% de las sociedades (91,3% en 2015). Los consejos con más de 15 miembros (5,9%) siguieron concentrándose principalmente en compañías del Ibex 35.

Los presidentes de los consejos de las sociedades cotizadas siguieron siendo mayoritariamente ejecutivos (54,7% de las sociedades, 1 punto porcentual más que en 2015). También aumentó, hasta el 10,9%, el porcentaje de presidentes que tenían la condición de consejeros independientes (7,4% en 2015).

En cuanto a la categoría de los miembros del consejo de administración, el 98,5% de las sociedades contaban con una mayoría de consejeros no ejecutivos en el consejo (el 97,1% en 2015).

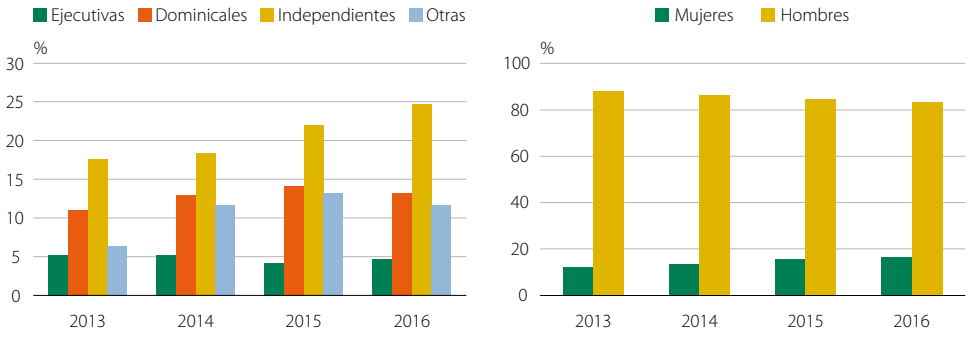
En 2016, en el 60% de las sociedades del Ibex 35 los independientes representaban al menos la mitad de los consejeros. Del resto de sociedades, el 66,7% tenían al menos un tercio de consejeros independientes en sus órganos de administración.

El porcentaje de mujeres en los consejos se ha incrementado desde 2013 en 4,6 puntos porcentuales, para situarse e en el 16,6% en 2016 (15,6% en 2015) y el 19,7% en el Ibex

35 (19,6% en 2015), porcentaje que todavía está muy alejado del objetivo del 30% de presencia femenina en los consejos de administración para 2020 establecido en la recomendación 14 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Por categorías, destaca el incremento de 2,8 puntos porcentuales de consejeras calificadas como independientes, que pasaron a representar un 24,8% del total de independientes en 2016. También aumentó ligeramente el porcentaje de consejeras ejecutivas, hasta alcanzar el 4,7%. En cambio, el porcentaje de consejeras dominicales y el de calificadas como otras externas se redujo respecto al ejercicio anterior (13,3% y 11,7%, respectivamente).

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

Porcentaje de mujeres consejeras sobre total de consejeros GRÁFICO 4.3.2



Fuente: IAGC de las empresas y CNMV.

Comisiones del consejo

En 2016, un 38% de las sociedades cotizadas tenían constituida una comisión delegada con funciones ejecutivas (40,1% en 2015). 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.

Guía técnica sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público

RECUADRO 8

El 27 de junio de 2017 el Consejo de la CNMV aprobó la ***Guía técnica 3/2017 sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público*** con el fin de difundir determinadas buenas prácticas sobre el funcionamiento, el alcance de funciones y las responsabilidades que deben asumir las comisiones de auditoría.

La importancia de las comisiones de auditoría dentro de la estructura de gobierno corporativo de las entidades quedó plasmada por primera vez en España en 1997 con el Código Olivencia. Una de las principales y más novedosas recomendaciones de dicho código fue que las sociedades cotizadas crearan, en el seno del consejo de administración, una comisión de auditoría integrada exclusivamente por consejeros externos. Esta comisión se debía encargar de

la información y el control contable y de las relaciones con el auditor externo, y se recomendaba la presencia de consejeros independientes en proporción al *free float*. A partir de ese momento, las comisiones de auditoría fueron adquiriendo una importancia creciente. Así, en 2002 —con la aprobación de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre— la recomendación del Código Olivencia se convirtió en obligación legal para las entidades con valores cotizados. Posteriormente, en 2015, la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas extendió esta obligación —con algunas excepciones— a las denominadas entidades de interés público (EIP), cuya definición incluye, además de a las sociedades cotizadas, a determinadas entidades financieras sujetas a supervisión y a las empresas que excedan de cierto tamaño[1].

Se deben tener en cuenta dos aspectos importantes para entender la guía publicada por la CNMV. Por un lado, en atención a la diversidad del colectivo de entidades al que se dirige, no todos sus principios o recomendaciones son aplicables a la totalidad de ellas con la misma extensión. En consecuencia, cada EIP debe adaptar dichos principios y recomendaciones a sus circunstancias y características particulares. Por otro lado, la guía no está concebida bajo el principio de «cumplir o explicar» —a diferencia del Código de buen gobierno—, dado que se refiere a buenas prácticas basadas, en última instancia, en el sentido común y en la experiencia supervisora. Aun así, si una entidad decide no aplicarla en toda su extensión debería estar preparada para dar una explicación de las razones por las que considera que la comisión de auditoría consigue sus fines y desarrolla adecuadamente las funciones que tiene encomendadas por ley, pese a no aplicar en su integridad esos principios o recomendaciones.

La guía se estructura en dos grandes capítulos: el primero recoge unos principios básicos que sirven de orientación a las comisiones de auditoría en el desempeño de sus funciones, y el segundo desarrolla una serie de criterios y buenas prácticas para el adecuado y eficaz desempeño de las labores encomendadas a estas comisiones.

La segunda parte de la guía recoge los principios básicos, que actúan como inspiradores del resto de criterios y buenas prácticas en el adecuado y eficaz desempeño de las labores encomendadas a las comisiones de auditoría. Dichos principios son los siguientes:

– Responsabilidad. La comisión de auditoría es responsable de asesorar al consejo de administración y de supervisar y controlar los procesos de elaboración y presentación de la información financiera, así como de velar por la independencia del auditor de cuentas y la eficacia de los sistemas internos de control y gestión de riesgos.

– Escepticismo. Los miembros de la comisión deben actuar con una actitud crítica, cuestionando los datos y juicios que se les suministren, hasta formarse una opinión propia.

– Diálogo constructivo que promueva la libre expresión de sus miembros. En el seno de la comisión se debe fomentar el diálogo constructivo, promoviendo la participación y libre expresión de todos sus miembros y una actitud crítica.

– Diálogo continuo con la auditoría interna, el auditor de cuentas y la dirección. Para su adecuado funcionamiento, la comisión debe establecer canales de comunicación efectivos con sus interlocutores habituales. Sin embargo, este diálogo continuo no debería amenazar la independencia de funcionamiento de la comisión ni la de los auditores de cuentas, por lo que la presencia de directivos, consejeros no miembros (especialmente los consejeros ejecutivos) y otros agentes debería limitarse a aquellos puntos del orden del día en que esta sea imprescindible y para los que hayan sido previamente convocados.

– Capacidad de análisis suficiente (utilización de expertos). La comisión debe tener la potestad de solicitar y obtener asesoramiento o dictámenes de expertos, además del apoyo y asesoramiento interno cuando lo estime oportuno.

Por último, conviene resaltar la importancia que tiene para los accionistas y otras partes interesadas conocer y comprender las actividades realizadas por la comisión de auditoría durante cada ejercicio, por lo que es fundamental que la comisión elabore un informe anual con el contenido mínimo sugerido en el apartado noveno de la guía y que este se haga público a través de la página web de la sociedad. Además, el citado informe anual se debe poner a disposición de los accionistas con motivo de la convocatoria de su junta general ordinaria, fomentando de esta manera la transparencia de sus actuaciones y una mayor involucración de sus accionistas e inversores.

1 Véase la definición completa en el artículo 3.5 de la Ley 22/2015, de Auditoría de Cuentas, y en el artículo 15 del Real Decreto 1517/2011 que lo desarrolla.

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

En el año 2017, 137 sociedades anónimas cotizadas presentaron el informe correspondiente al ejercicio 2016, conforme a lo previsto en el artículo 541 de la Ley de Sociedades de Capital.

Las retribuciones medias por consejo y por consejero se situaron en 2016 en 3,2 millones de euros y 344.000 euros, respectivamente. Estas cantidades suponen un descenso del 7,5% para el consejo y un aumento del 1,2% por consejero, respecto de las remuneraciones devengadas en 2015.

El descenso en la retribución media por consejo obedece a una reducción del 12,7% de la remuneración media en las empresas que no forman parte del Ibex 35 y del 5% en las del índice. No obstante, si se descuentan los pagos no recurrentes declarados por dos empresas en 2015 por unos importes de 15,9 millones de euros[7] y

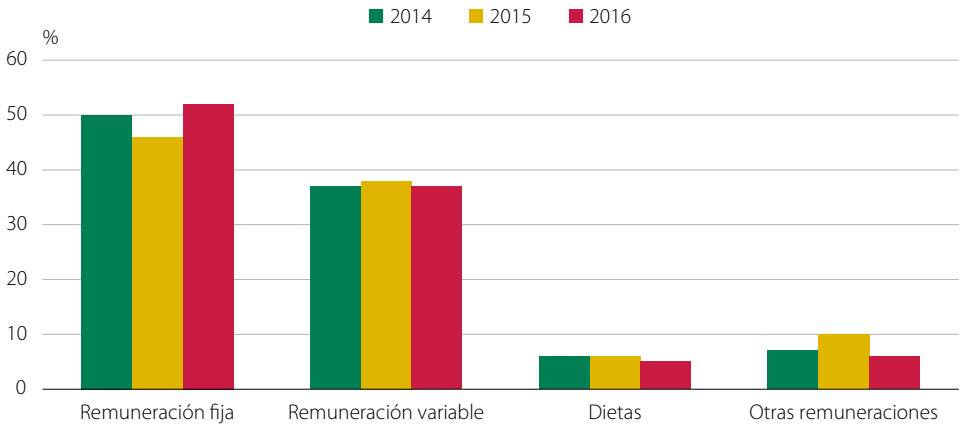
7 Abengoa.

21,6 millones de euros[8], la retribución media por consejo del conjunto de sociedades cotizadas no habría sufrido variaciones significativas respecto del ejercicio anterior.

El incremento en la retribución media por consejero se explica, en su mayor parte, por el crecimiento de las remuneraciones de los consejeros ejecutivos, especialmente de las empresas que no forman parte del Ibex 35 y, en menor medida, de los consejeros externos, tanto en las sociedades del Ibex 35 como en las que no forman parte del índice. En este incremento también influyeron, por un lado, el vencimiento de planes de incentivos a largo plazo y, por otro, el hecho de que al considerar ejercicios completos no se han tenido en cuenta los incrementos singulares en 2015[9].

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 siguió correspondiendo a la retribución fija (52% del total). Por su parte, el porcentaje que supone la remuneración variable con respecto al total de la remuneración se mantuvo estable y fue más relevante en las empresas de elevada capitalización.

8 Talgo.
9 Abengoa y Talgo.

5 Supervisión de los mercados

5.1 Contratación y poscontratación

Tal y como se observa en el cuadro 5.1.1, el **número de operaciones** en los mercados sobre las que se proyecta la labor de supervisión de la CNMV disminuyó en un 8,7% respecto al año anterior, lo que se reflejó tanto en el mercado de renta variable como en el de renta fija y derivados. Asimismo, se observa que el correspondiente **volumen** en estos mercados también experimentó una reducción general (-4,5%), con la excepción del mercado de derivados, donde se incrementó.

Número de operaciones y volumen

CUADRO 5.1.1

Mercados	N.º operaciones (en miles)	% var. operac. 16/17	Nominal / Efectivo (en millones €)	% var. vol. 16/17
Renta variable		-6,4		-0,2
2016	54.444		652.926	
2017	50.947		651.489	
Renta fija		-23,4		-38,6
2016	94		347.780	
2017	72		213.666	
Derivados		-32,0		9,0
2016	5.198		666.012	
2017	3.534		726.158	
Total mercados		**-8,7**		**-4,5**
2016	**59.736**		**1.666.718**	
2017	**54.553**		**1.591.313**	
Liquidación[1]		-46,6		8,3
2016	17.015		18.527.022	
2017	9.090		16.984.249	
Compensación[2]		39,2		23,7
2016	75.710		1.873.050	
2017	105.398		2.317.536	
Total				
2016	**152.461**		**22.066.790**	
2017	**169.041**		**20.893.098**	

Fuente: CNMV. (1) El descenso experimentado en la liquidación se debe a que hasta el 25 de abril de 2016 las operaciones de los mercados bursátiles no se neteaban en una ECC, lo que implicaba la liquidación individual de cada una de las ejecuciones. (2) El incremento registrado en BME Clearing no se corresponde con una mayor actividad, sino con el hecho de que, para el segmento de renta variable de la ECC, las cifras de 2016 son para un periodo de ocho meses únicamente (del 27 de abril al 31 de diciembre).

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

Resumen de la actividad supervisora de los mercados

CUADRO 5.1.2

Mercados	Requerimientos	Informes de supervisión	Informes remitidos a otras direcciones u organismos	Informes periódicos
Renta variable				
2016	127	70	26	26
2017	160	96	26	26
Renta fija				
2016	5	4	4	12
2017	19	4	18	8
Derivados				
2016	2	6	2	29
2017	1	1	0	30
Liquidación				
2016	11[1]	1	1	0
2017	1	1	1	0
Compensación				
2016	22	2	0	12
2017	28	21	0	12
Otros				
2016	40	9	0	52
2017	14	7	0	50
Total				
2016	**207**	**92**	**33**	**131**
2017	**223**	**130**	**45**	**126**

Fuente: CNMV. (1) Todos los escritos se circunscribieron al ámbito del proyecto de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro.

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 las sucursales en España de ambos tipos de entidades. 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 2017 se incrementó la actividad supervisora con objeto de que las entidades no solo cumplan con esta obligación, sino que lo hagan con elevados estándares de calidad. Por ello, además de remitir varios avisos generales a las entidades obligadas, derivados de las pruebas generales de calidad, se revisó individualmente la comunicación de operaciones de algunas de ellas. Los 29 requerimientos enviados durante el año en este ámbito se refirieron tanto a la falta de calidad en el contenido de los reportes como a la omisión de comunicación de operaciones.

Adicionalmente, y para algunas entidades cuyos errores u omisiones eran recurrentes, se solicitó información sobre los procedimientos y controles de la comunicación de operaciones y los informes de sus unidades de control interno o cumplimiento normativo, con objeto de comprobar que permiten a la entidad realizar un correcto seguimiento del reporte a la CNMV.

Con el fin de subsanar incidencias, las entidades envían ficheros de remisión complementaria adicionales a los del reporte diario, anulando o corrigiendo las operaciones comunicadas incorrectamente y reportándolas de nuevo. También se incluyen en estos ficheros operaciones omitidas en su momento. Durante el pasado ejercicio se han incorporado correctamente 113 ficheros de remisión complementaria.

Por lo que respecta a la **comunicación de operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros**, en 2017 se recibieron más de 105 millones de registros (un 22% menos que en 2016) de un total de 136 entidades obligadas, de las que más de la mitad reportan casi diariamente.

Además, se recibieron más de 263 millones de registros de las autoridades competentes de otros Estados miembros de la Unión Europea (un 6,5% más que el año anterior). Por su parte, la CNMV reenvió algo más de 23 millones de registros (un 18% menos) a las autoridades competentes de otros Estados miembros.

Por otra parte, se llevó a cabo un intenso trabajo de preparación para la aplicación del nuevo régimen de comunicación de operaciones de la Directiva MiFID II (incluido en el artículo 26 del Reglamento MiFIR y sus normas de desarrollo), que entró en vigor el 3 de enero de 2018. Buena parte de esa labor de adaptación ha consistido en la resolución de dudas de las entidades obligadas.

El número de **operaciones sospechosas reportadas** —STOR: *suspicious transaction and order report*— ascendió a 235 (un 22% más que en 2016) y, como en años anteriores, la mayoría se refirieron al potencial uso o intento de uso de información privilegiada (70%) y el resto, a posibles manipulaciones de mercado[1]. La mayor parte (61%) de las STOR recibidas se refirieron a acciones del mercado continuo, siendo significativo, en segundo lugar, el número de comunicaciones sobre instrumentos derivados (15%); las relativas a operaciones de renta fija siguieron siendo muy escasas.

Aproximadamente el 40% de las STOR fueron comunicaciones sospechosas sobre instrumentos españoles recibidas de otros reguladores (54% más que el año anterior), frente al 9% del total de comunicaciones enviadas desde la CNMV a otros reguladores (más del doble que en 2016).

Respecto a las **suspensiones temporales de negociación**, en el cuadro 5.1.3 se observa un aumento significativo del número tanto de emisores afectados por suspensiones de cotización (un 87,5% más) como de suspensiones (un 100% más).

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.

Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 5.1.3

	2016	2017
Número de emisores suspendidos	8	15
Número de suspensiones	9	18
Por necesidad de difundir información relevante	8	12
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	1	5
Otras	0	1

Fuente: CNMV.

El número de **comunicaciones de información relevante** registradas ascendió a 8.994 (un 3% más que en 2016). En el cuadro 5.1.4 se desglosa el número de hechos relevantes clasificados según su tipología.

Hechos relevantes recibidos en la CNMV

CUADRO 5.1.4

Tipo	2016	2017	% var. 17/16
Instrumentos financieros	**4.794**	**5.087**	**6,1**
Aumentos y reducciones del capital social	189	189	0,0
Ofertas públicas de suscripción y venta	47	46	-2,1
Información sobre dividendos	195	211	8,2
Colocación de grandes paquetes accionariales	36	57	58,3
Suspensiones y levantamientos de negociación	17	33	94,1
Calificaciones crediticias	86	117	36,0
Fondos de titulización	3.219	3.275	1,7
Otros sobre instrumentos financieros	1.005	1.159	15,3
Negocio y situación financiera	**2.067**	**2.201**	**6,5**
Información sobre resultados	1.529	1.550	1,4
Situaciones concursales	11	11	0,0
Otros sobre negocio y situación financiera	527	640	21,4
Operaciones corporativas	**451**	**425**	**-5,8**
Transformaciones, fusiones, escisiones y disoluciones	65	36	-44,6
Acuerdos estratégicos con terceros	27	18	-33,3
Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias	148	108	-27,0
Otros sobre operaciones corporativas	211	263	24,6
Gobierno corporativo y convocatorias oficiales	**1.424**	**1.281**	**-10,0**
Convocatorias y acuerdos de juntas y asambleas generales	520	476	-8,5
Composición del consejo de administración	277	318	14,8
Informe anual de gobierno corporativo	172	171	-0,6
Otros sobre gobierno corporativo	455	316	-30,5
Total	**8.736**	**8.994**	**3,0**

Fuente: CNMV.

En 2017 se llevaron a cabo un total de 18 **colocaciones aceleradas de grandes paquetes accionariales** que afectaron a 17 emisores (1 fue objeto de 2 colocaciones). El número de colocaciones realizadas en los años 2015 y 2016 fue, respectivamente, de 24 y 12. Dichas colocaciones tienen su origen en: i) la venta al público de participaciones que

algún accionista significativo tiene en la empresa; ii) la venta de autocartera por parte de la propia sociedad; o iii), en menor medida, aunque en algunos casos puede revestir una importancia significativa, ampliaciones de capital realizadas por la empresa sin derecho de suscripción preferente que suponen una captación efectiva de capital. Estas últimas son una muestra de la capacidad del mercado para facilitar, incluso en periodos de tiempo muy breves, la liquidez suficiente para dotar a las empresas de los recursos propios que necesiten. En 12 de esas operaciones se colocaron acciones emitidas de las que era titular algún accionista significativo de la sociedad emisora, mientras que en las 6 restantes las acciones procedieron de ampliaciones de capital. Los porcentajes de colocación oscilaron entre el 2,5% y el 27%. Una de las colocaciones se realizó sin descuento respecto al precio de cierre de la sesión, mientras que en el resto los descuentos oscilaron entre el 2% y el 17,8%. Todas comenzaron tras el cierre de mercado y finalizaron con anterioridad al inicio de la sesión bursátil siguiente.

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, 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.

Durante 2017, la CNMV llevó a cabo diversas actuaciones en materia de supervisión de algunas de las colocaciones aceleradas de acciones para determinar su adecuación al artículo 11 del Reglamento sobre abuso de mercado. La actuación sobre una selección de operaciones supervisadas —determinada por el volumen de la colocación y por el descuento en el precio ofrecido— se inició con la remisión de requerimientos de información a las entidades encargadas de llevar a cabo la colocación acelerada y a las que recibieron la información en el marco de la prospección de mercado. Además, también se analizó el posible uso de información privilegiada por parte de estas últimas entidades.

En la relación con la **operativa de autocartera**, la CNMV mantuvo en 2017 el seguimiento de la operativa desarrollada por los emisores mediante **programas de recompra** al amparo del Reglamento sobre abuso de mercado y de su norma de desarrollo, el Reglamento Delegado (UE) 2016/1052.

Los programas de recompra, para estar amparados por el Reglamento Delegado (UE) 2016/1052, (en el sentido de puerto seguro), además de cumplir con las condiciones en materia de operativa y de transparencia fijadas por la norma, deben contar con alguno de los siguientes objetivos como propósito: 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.

Durante este año estuvieron en vigor y operativos once programas de recompra correspondientes a diez emisores (uno de ellos tuvo dos programas de recompra), de

los que siete tuvieron como objeto comprar acciones propias para su posterior amortización y los cuatro restantes, atender programas de opciones sobre acciones.

La supervisión de los programas de recompra 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, al objeto 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.

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 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.

Al objeto de 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 estar 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.

Otra de las líneas de supervisión en materia de autocartera es la referida a los **contratos de liquidez** suscritos por las sociedades emisoras con un intermediario financiero. En 2017 la CNMV aprobó la Circular 1/2017, de 26 de abril, que entró en vigor el 11 de julio, con el fin de dar cumplimiento a lo establecido en el Reglamento sobre abuso de mercado e introducir mejoras en su configuración, a la luz de la experiencia adquirida.

Los principales cambios respecto de la regulación anterior han sido los siguientes: i) extensión del ámbito de aplicación a los sistemas multilaterales de negociación; ii) establecimiento de un umbral asociado al promedio medio diario del volumen negociado que podrá ser ejecutado en el marco del contrato de liquidez, diferente en función de si las acciones objeto del contrato tienen o no un mercado líquido conforme este se define en el artículo 2.1.17 del Reglamento MiFIR; iii) inclusión de un nivel máximo de recursos que podrán ser asignados al contrato de liquidez; iv) obligatoriedad de que el intermediario financiero que ejecuta la práctica de mercado sea un miembro de mercado; v) necesidad de que en el marco del contrato de liquidez se mantenga a largo plazo el necesario equilibrio entre el volumen de compras y ventas; vi) condiciones para la introducción o modificación de órdenes en los periodos de subasta, referidas fundamentalmente a su precio y volumen; vii) condiciones para la realización de operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas, formalizadas conforme a la legislación vigente, de modo que estas solo se

permitirán en el caso de que la ejecución de la orden de la que se trate sea a petición de un tercero distinto del emisor de las acciones y del intermediario financiero que actúa en su nombre; viii) condiciones que resultan de aplicación a la operativa desarrollada al amparo del contrato de liquidez con acciones que se negocien en la modalidad de contratación de *fixing*; y ix) supuestos en los que la operativa del contrato de liquidez debe suspenderse.

Con ocasión de la aprobación de la Circular 1/2017, la CNMV remitió un escrito a cada una de las sociedades emisoras con contratos de liquidez en vigor, así como a los intermediarios financieros, y resolvió las múltiples consultas que estos plantearon telefónicamente. Además, en las fechas inmediatamente anteriores a su entrada en vigor se recibieron la mayoría de los borradores de los nuevos contratos y de sus correspondientes hechos relevantes. La supervisión ordinaria se centró en la verificación del cumplimiento de las condiciones en materia de transparencia y de operativa, con especial énfasis en la supervisión de las nuevas obligaciones impuestas por la Circular 1/2017.

Al cierre del ejercicio, 31 emisores mantenían contratos de liquidez operativos.

Por último, en materia de **operativa discrecional de autocartera** la CNMV ha continuado con la supervisión de los criterios que la propia entidad ha recomendado a los emisores de valores y a los intermediarios financieros en su operativa discrecional de autocartera, publicados en julio de 2013, que establecen indicaciones sobre la forma de llevar a cabo dicha operativa en términos de volumen, precio y tiempo, sobre la organización interna y el control de la actividad y sobre la información a suministrar al supervisor y al mercado.

En relación con la supervisión de la CNMV respecto de los **cambios en la composición del índice Ibex 35,** esta se centra en analizar si 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 en el índice o que entre o salga de él. También consiste en supervisar si alguna persona pudiera haber operado con la información privilegiada de qué valores van a entrar o salir del índice. En la primera revisión ordinaria, en junio, el comité asesor técnico del Ibex 35 acordó incorporar las acciones de Inmobiliaria Colonial al índice selectivo, y previamente había decidido excluir las acciones de Banco Popular como consecuencia de su resolución (momento a partir del cual el índice estuvo compuesto temporalmente por 34 valores). En la segunda revisión ordinaria, correspondiente al mes de diciembre, este comité acordó mantener la composición del índice sin variaciones.

Desde el 1 de enero de 2018 es de aplicación el Reglamento europeo sobre índices de referencia, normativa respecto de la que la CNMV es la autoridad competente. El Ibex 35 está clasificado, de acuerdo con esta regulación, como un índice de datos regulados, por lo que su administrador goza de la potestad de optar por un régimen simplificado de obligaciones en cuanto a procedimientos, salvaguardas y demás requisitos del Reglamento. Sin embargo, la Sociedad de Bolsas ha manifestado su intención de no ejercer esta opción y, por tanto, el Ibex 35 cumplirá íntegramente con el conjunto de especificaciones derivadas de la norma europea.

Por otra parte, respecto a las **operaciones de directivos en periodos cerrados**, se remitieron requerimientos de información y cartas de advertencia a varias sociedades emisoras y personas con responsabilidades de dirección en las sociedades

analizadas para comprobar el cumplimiento de las obligaciones contempladas en el artículo 19 del Reglamento sobre abuso de mercado. Concretamente, la supervisión se centró, por una parte, en determinar si las sociedades emisoras 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. Por otra parte, se pretendió determinar si las personas con responsabilidades de dirección cumplieron la prohibición (salvo autorización otorgada por la sociedad emisora) 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.

Al igual que en ejercicios anteriores, 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 valor, así como cada tramo adicional del 0,1% que se alcance por encima de dicho porcentaje. Además, exige publicar las posiciones que lleguen al 0,5% del capital o desciendan por debajo de ese valor, así como cada tramo adicional del 0,1% que se alcance por encima de dicho porcentaje.

  Durante 2017 se recibieron 4.669 comunicaciones de posiciones cortas netas en acciones (11% menos que en 2016) y se remitieron notificaciones a 179 inversores —en su gran mayoría fondos norteamericanos y británicos, al igual que en años anteriores—. Al cierre del ejercicio existían posiciones cortas netas sobre 66 emisores y 86 emisores se vieron afectados por estas en algún momento del año (79 en 2016). La media ponderada por capitalización de mercado de todas las posiciones cortas netas agregadas se situaba a finales de 2017 en el 0,70% del capital (0,98% en 2016).

  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 notificaciones de posiciones cortas netas cuya antigüedad es superior a seis meses, con el fin de determinar si estas 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 cortas netas 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.

Durante 2017 varios 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 relativas 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.

Por otra parte, el 12 de junio, a la luz de la evolución de la cotización de las acciones de Liberbank, S.A. —y la probable relación de esta con la resolución adoptada por la Junta Única de Resolución el 7 de junio respecto a Banco Popular Español, S.A.—, la CNMV acordó la prohibición de realizar ventas en corto y operaciones similares sobre las acciones de Liberbank, S.A. La decisión se adoptó inicialmente por el plazo de un mes y recibió la opinión favorable de ESMA, que la consideró apropiada, proporcionada y de duración justificada. Se excluyeron determinadas operaciones de la prohibición para no dañar la liquidez de las acciones de la entidad ni las operaciones de financiación que pudiera llevar a cabo. El acuerdo adoptado se renovó en dos ocasiones (el 12 de julio[2] y el 12 de septiembre)[3] y, una vez concluida la ampliación de capital de la entidad, la CNMV acordó el levantamiento de la prohibición con efectos del 21 de noviembre.

2 La CNMV consideró todas las circunstancias concurrentes, incluidas la evolución de la cotización, la volatilidad mostrada y los datos disponibles sobre préstamos de valores. La prórroga se adoptó por un periodo de dos meses y de nuevo ESMA volvió a considerar apropiada la medida.

3 Esta nueva prórroga se justificó por el anuncio realizado por Liberbank, S.A. de convocar una junta general extraordinaria de accionistas para aprobar una ampliación de capital por importe de 500 millones de euros. Esta nueva prórroga se adoptó hasta el 30 de noviembre, si bien la CNMV informó de que su intención era levantar la prohibición tan pronto como el proceso de ampliación de capital se completase. Al igual que en las dos anteriores ocasiones, ESMA consideró que la medida era apropiada.

Actuación de la CNMV en relación con la crisis y posterior resolución de Banco Popular

RECUADRO 9

En los seis meses que transcurrieron entre el 30 de noviembre de 2016 y el 7 de junio de 2017, fecha en que la Junta Única de Resolución acordó su resolución, Banco Popular fue objeto de especial atención por parte de los medios informativos. También fue la sociedad cotizada que publicó a través de la página web de la CNMV más hechos relevantes (77, incluidos los referidos a operaciones financieras, amortizaciones, emisiones y similares). Entre ellos tuvieron especial repercusión los relativos al cambio en la presidencia de la entidad, a la dimisión del consejero delegado, al impacto en la entidad de la sentencia europea sobre cláusulas suelo, a los resultados de 2016, a los resultados del primer trimestre de 2017, a los ajustes en provisiones y capital regulatorio que la entidad comunicó a primeros de abril, a ciertas noticias publicadas en los medios, al proceso de posible venta o fusión que la entidad tenía en marcha, y a las rebajas en el *rating* de la entidad o de sus emisiones.

La CNMV hizo un seguimiento estrecho y estuvo activa monitorizando durante todo el periodo los hechos relevantes y también las noticias que iban apareciendo en los medios e instó a la entidad en diversas ocasiones, incluso mediante requerimientos escritos, a publicar más información o aclaraciones.

Durante el periodo mencionado, asimismo, la CNMV llevó a cabo una supervisión activa de la información financiera, en especial en relación con los ajustes citados que el banco comunicó y publicó a primeros de abril de 2017, que se analizaron con el fin de determinar si obligaban legalmente a reformular las cuentas de 2016 o si técnicamente era apropiada una reexpresión, al margen de que hubiera que informar con precisión, de inmediato, acerca del alcance de la incidencia y de sus repercusiones. El hecho relevante al respecto, que se publicó el día 3 de abril de 2017, fue objeto de especial atención por parte de la CNMV, que realizó diversas actuaciones en relación con este.

Por otra parte, la CNMV estuvo activa en la supervisión de posibles abusos de mercado en relación con la acción del Banco Popular, desarrollando diversas actuaciones e investigaciones, entre ellas las dirigidas a identificar posibles compras o ventas con información privilegiada antes de la publicación de informaciones importantes —como el cambio de presidente, la dimisión del consejero delegado, la publicación de los resultados de 2016 o ciertas noticias de prensa—, y análisis e investigaciones sobre la evolución de la cotización y la operativa desarrollada sobre el valor, en particular con respecto a la operativa de ventas en corto, especialmente para identificar posibles actuaciones manipuladoras. Estas actuaciones han dado lugar a numerosos requerimientos de información y documentación, tanto en España como dirigidos fuera del territorio nacional.

La CNMV siguió en todo momento la evolución de la cotización considerando la información con la que contaba el mercado. A este respecto, debe señalarse que esta, a pesar de mostrar un sesgo bajista en términos generales, fue bastante estable desde la conclusión de la ampliación de capital, en junio de 2016, hasta primeros de abril de 2017, momento en que se publicaron los ajustes inesperados mencionados anteriormente, y se produjo un descenso relevante

al que siguió una recuperación; el 10 de mayo, 3 semanas antes de la resolución, la cotización marcaba todavía 0,84 euros.

Fue a partir de ese momento cuando comenzó una línea descendente más pronunciada. El 19 de mayo el precio de la acción era 0,72 y el 30 de mayo, 1 semana antes de la resolución, 0,65. Durante esta fase se publicaron noticias negativas adicionales, entre ellas las informaciones acerca de que la Junta Única de Resolución estaba siguiendo la situación del banco, y se conoció que la acción quedaba excluida de los índices Morgan Stanley Capital International (MSCI). Fue en los últimos cuatro días, tras estas informaciones, cuando se produjeron los descensos más bruscos y marcados en el precio de la acción. La CNMV no suspendió la cotización del valor antes de la resolución, dado que en ningún momento se apreció una situación de desorden en el mercado de la acción ni de graves asimetrías informativas. La CNMV tiene siempre en cuenta, además, que la medida de suspensión implica dejar atrapados a quienes desean vender y, por lo tanto, que debe durar lo menos posible, solo hasta que se aclaran las correspondientes informaciones o se resuelve la perturbación.

En cuanto a la evolución de las posiciones cortas comunicadas en el valor, su nivel se mantuvo básicamente estable durante los seis meses antes mencionados, lo que quiere decir que no hubo contribución neta vendedora significativa por parte de los inversores en corto durante el periodo. En efecto, las posiciones comunicadas agregadas se situaron en una primera fase (diciembre y enero) entre el 9% y el 10% del capital y, a partir de ese momento, desde que se publicaron los resultados de 2016 hasta la resolución, entre el 10% y el 12%, un nivel más elevado del que había tenido el valor meses antes —por ejemplo, durante los meses anteriores a la ampliación el nivel había estado en el 7%—, aunque inferior al de otras sociedades cotizadas, pero que podía explicarse por las informaciones negativas sobre el negocio de la entidad. En los 7 días previos a la resolución, las posiciones cortas agregadas que se comunicaron experimentaron una bajada significativa, por producirse en un corto periodo de tiempo; una bajada de alrededor de un 2%, lo que quiere decir que contribuyeron en sentido neto comprador en la negociación del valor.

Renta fija

En relación con la supervisión de la actividad de los mercados de renta fija en 2017, conviene destacar algunos aspectos de especial relevancia:

Adaptación del mercado de renta fija español al nuevo marco normativo de MiFID II y MiFIR

Los cambios introducidos en el nuevo marco normativo han afectado al modelo de mercado y a la transparencia de la actividad en AIAF. La contratación ha pasado a realizarse de forma electrónica para todas las emisiones, a través de dos sistemas de negociación: uno de libro de órdenes, que a su vez cuenta con dos modalidades de negociación (multilateral y bilateral), y otro de solicitud de cotización (*request for*

quote, RFQ)[4]. La modalidad bilateral representa la mayor parte del volumen contratado en los primeros meses de 2018. En la modalidad multilateral del libro de órdenes se publica en tiempo real, para cada instrumento, el número agregado de órdenes y el volumen que representan en cada nivel de precios para las cinco mejores posiciones. En el sistema de solicitud de cotización se publican simultáneamente las órdenes ejecutables que dan respuesta a una solicitud. En ambos sistemas el mercado ha solicitado la aplicación de exenciones para órdenes que superen un volumen determinado o que sean sobre valores ilíquidos.

Por lo que respecta a la transparencia posterior a la ejecución, se publica en tiempo real, entre otra información, la hora, el precio y el volumen de las operaciones negociadas. En el supuesto de operaciones que superen determinados umbrales de volumen o que sean sobre instrumentos ilíquidos, se puede diferir la publicación de esos datos a D+2 o posponer la publicación del volumen hasta cuatro semanas. Dicha información, tanto la previa como la posterior a la ejecución, se proporciona sobre bases comerciales razonables y, transcurridos 15 minutos desde la publicación, se debe poner a disposición del público de forma gratuita.

Migración de la liquidación a la plataforma paneuropea TARGET2-Securities (T2S)

Se establecen nuevos procedimientos en el mercado AIAF para proceder a la liquidación a través del nuevo sistema ARCO de Iberclear, que sustituye al sistema CADE. Igualmente, se actualizan los requisitos para adquirir la condición de miembro del mercado, adaptándolos a la normativa aplicable y eliminando, entre otras condiciones, la de tener que ser participante de algún depositario central de valores.

Como consecuencia de la citada adaptación normativa, la CNMV aprobó la modificación del reglamento de AIAF, además de los reglamentos de dos nuevos sistemas organizados de contratación (OTF): CAPI y CIMD.

Productos derivados

Las tareas de supervisión de los **productos derivados negociados en MEFF Exchange** se centraron en la revisión de la operativa diaria, de la evolución de los precios y de la posición abierta. 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 fechas anteriores a suspensiones de negociación. Como parte del seguimiento de la evolución de las posiciones abiertas, durante las semanas de vencimiento de los contratos se realizó un análisis específico de las operaciones de *roll-over* de las cuentas con mayor concentración de posición. 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.

En el **segmento de *warrants***, la supervisión se centró en el cumplimiento de las obligaciones de los especialistas y en la revisión de la operativa intradía. Dentro de

4 Este mercado ya contaba desde 2010 con una plataforma electrónica para la negociación de emisiones dirigidas a inversores minoristas (SEND), a la que en 2013 se incorporaron las emisiones de deuda pública del Estado.

esta última, se dedicó especial atención a la operativa conjunta en *warrants* y su subyacente por parte del mismo titular. Asimismo, se analizó la operativa relacionada con comunicaciones de operaciones sospechosas, vinculadas tanto con negociación en contado como con otros mercados de derivados. Por otro lado, se llevó a cabo un control de las comunicaciones de información relevante de los emisores de *warrants* y de las liquidaciones correspondientes a los distintos vencimientos.

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)[5]. Una parte relevante de la actividad de supervisión durante el año se refirió a los procesos de adaptación a la plataforma T2S, a la que Iberclear se incorporó en septiembre.

Dentro de este ámbito, la CNMV hizo un seguimiento de la eficiencia en la liquidación, en particular en las fechas posteriores a la migración. Tras la incorporación a la plataforma T2S, las ratios de ineficiencia se incrementaron tanto para los valores de renta fija como para los de renta variable, aunque se encontraban en niveles muy similares a las del conjunto de la Unión Europea. Entre los motivos del incremento de la ineficiencia están los derivados de la necesaria adaptación al nuevo sistema y la desaparición de los mecanismos de gestión de incidencias por parte de Iberclear en la renta fija y del préstamo de última instancia (PUI) de BME Clearing, al no tener cabida en el funcionamiento de T2S.

Además, también se llevaron a cabo varias actividades *ad hoc*, entre las que destacan las siguientes: i) el seguimiento del proceso de pruebas para la migración a T2S, la propia migración y la fase de estabilización posterior correspondiente; en términos generales, este proceso se realizó de una forma exitosa tanto por parte de Iberclear como de sus entidades participantes; ii) la evaluación, junto con el Banco de España, de la observancia por parte de Iberclear —como DCV— y de Iberclear-ARCO —como sistema de liquidación de valores— de los principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero (PFMI)[6]; y iii) el análisis de la información remitida por Iberclear en octubre para la solicitud de la concesión de autorización como DCV.

Una parte muy relevante de los trabajos de supervisión en 2017 se dedicó a verificar el cumplimiento por parte de la entidad de contrapartida central (ECC) española, BME Clearing, 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

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).

6 La finalidad de este ejercicio era proporcionar a Iberclear el informe necesario para ser considerado elegible y poder así acceder a los servicios de T2S, conforme a lo establecido en el acuerdo marco (*framework agreement*).

abierta y de las garantías solicitadas para verificar que se cubría adecuadamente el riesgo registrado.

Adicionalmente, durante este periodo se llevaron a cabo las siguientes acciones de supervisión específicas: i) revisión de las medidas, protocolos y políticas de ciberresiliencia —según los principios publicados en junio de 2016 por CPMI-IOSCO—; ii) requerimiento a la ECC de la elaboración de un plan 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, en las que se evaluaba y validaba la información aportada por BME Clearing.

Asimismo, durante el año 2017 se llevó a cabo la revisión de la solicitud de autorización presentada por BME Clearing para prestar servicios de compensación en derivados sobre gas natural, que requirió la revisión y modificación del modelo de riesgos. La CNMV autorizó en mayo de 2017 a la ECC a desarrollar dicha actividad y está previsto el comienzo del nuevo servicio durante el primer trimestre de 2018.

Por otra parte, durante el año 2017 la CNMV ha proseguido sus trabajos de **supervisión del cumplimiento por parte de las entidades españolas de las obligaciones derivadas de EMIR**. Se realizó un seguimiento frecuente del grado de exactitud con el que las entidades realizaban 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. Por último, con motivo de la entrada en vigor de la obligación de intercambio de garantías regulada en el artículo 11.3 de EMIR, se solicitó a las entidades españolas más activas en el segmento de derivados OTC información sobre el modo en el que estaban dando cumplimiento a este requisito.

El código LEI

RECUADRO 10

El LEI (*legal entity identifier*) es un código que identifica unívocamente a las personas jurídicas, a nivel mundial y de modo permanente. Una vez asignado, este código es exclusivo y único para cada entidad, independientemente de su nacionalidad.

Todos los códigos LEI asignados por las entidades que los expiden —LOU, *local operating unit*— se le comunican diariamente a una base de datos mundial de acceso público y gratuito —COU, *central operating unit*— gestionada por una fundación suiza –GLEIF, *Global Legal Entity Identifier Foundation*.

Si bien el Reglamento MiFIR y sus reglamentos de desarrollo no son las primeras normas europeas que han exigido el uso del código LEI para identificar a las personas jurídicas en las obligaciones de reporte, sí han sido las que más impacto han tenido en la industria financiera. Esto se debe a que en los

anteriores reglamentos se requería el LEI en la identificación de personas jurídicas que eran contrapartes de operaciones financieras (bancos, ESI, emisores, fondos, etc.), mientras que ahora se exige para cualquier entidad que realice una operación sobre un instrumento financiero, operación que puede ser tan sencilla como, por ejemplo, la compra o venta de una acción o un bono.

Así, a finales de 2017 las entidades financieras se movilizaron para conseguir que sus clientes personas jurídicas obtuviesen y comunicasen su LEI antes del 3 de enero de 2018, para evitar que la operativa de dichos clientes se viese interrumpida.

La institución encargada de la asignación y gestión de los LEI en España es el Colegio de Registradores. La gestión requiere el mantenimiento y la actualización de los datos de referencia asociados a cada código, entre los que se encuentra, en su caso, el NIF de la entidad.

El origen del código LEI, que sigue el estándar ISO 17442, radica en los acuerdos del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) de 2012. Estos acuerdos se tomaron a raíz de la crisis financiera de 2007, ante la imposibilidad de medir el riesgo financiero e identificar a las contrapartes de una manera fiable para tomar las medidas preventivas pertinentes. Esto se tradujo en la inclusión del LEI en el Reglamento EMIR europeo y en la Ley Dodd-Frank estadounidense.

Se prevé que el uso del LEI se vaya incrementando a medida que las diferentes normativas lo incorporen como código de identificación de las personas jurídicas, y que cuanto más se utilice, más entidades lo requieran para su propia gestión interna y menor sea el coste que suponga su mantenimiento[1].

1 El coste de la asignación y renovación del LEI se fija en función de los costes incurridos para generarlo, que el GLEIF repercute anualmente a los LO, y estos, a su vez, a sus clientes. Por tanto, a mayor número de LEI, menor coste.

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 2017 seis expedientes sancionadores a once personas, jurídicas o físicas, en los que se realizaron las siguientes imputaciones:

– A un emisor y a una sociedad de valores, por manipulación de mercado en la operativa realizada en la negociación de las acciones de aquel.

  El emisor había realizado, con la intermediación de una sociedad de valores, operaciones discrecionales sobre sus propias acciones que representaban un volumen significativo de la negociación en el mercado de órdenes, lo que distorsionaba la libre formación de los precios. Adicionalmente, el emisor ostentaba una clara posición de dominio en los periodos en los que se fijaban los precios de las subastas de apertura o cierre de la negociación. La sociedad emisora optó por no suscribir un contrato de liquidez[7] ni encomendar la gestión de su autocartera a un tercero, realizando una operativa discrecional de su autocartera alejada de los criterios recomendados por la CNMV (publicados en julio de 2013). El expediente sancionador también se dirigió contra el presidente de la sociedad emisora como responsable de la operativa irregular, así como contra la sociedad de valores que intermediaba las operaciones por no realizar la correspondiente comunicación de operación sospechosa.

  Además, la sociedad de valores y su consejero delegado se vieron afectados por la incoación de otro expediente sancionador por efectuar operaciones sin cambio de titularidad real sobre las acciones de ese mismo emisor —compraventas en las que el comprador y el vendedor es la propia sociedad de valores—. Estas operaciones acaparaban importantes volúmenes de negociación en periodos en los que se determinan los precios de apertura y de cierre de cada sesión, por lo que daban una imagen distorsionada tanto de los volúmenes de negociación como de los precios que se formaban en esos periodos.

– A un emisor, por manipulación de mercado por la operativa realizada en la negociación de sus propias acciones.

  Al igual que en el caso anterior, se trata de un emisor que optó por no suscribir un contrato de liquidez ni encomendar la gestión de su autocartera a un tercero, realizando una operativa discrecional alejada de los criterios publicados por la CNMV. El emisor emitió órdenes de compra con la finalidad de moderar o evitar el descenso de la cotización de sus propias acciones. Así, compró acciones en la apertura, para mantener el precio previo de cierre; introdujo órdenes voluminosas durante la negociación, para ralentizar o impedir las naturales tendencias del mercado; e introdujo órdenes inmediatamente antes del periodo de subasta de cierre o durante este, para mantener un determinado precio de cierre. Estas prácticas se realizaron acaparando importantes volúmenes de la demanda de acciones propias e impidiendo así la libre formación de los precios por la concurrencia de terceros. El expediente sancionador también se dirigió contra la sociedad de valores que intermediaba las operaciones, por no realizar una comunicación de operación sospechosa a pesar de haber detectado y analizado las operaciones del emisor sobre sus propias acciones.

– A una persona física, por manipulación de mercado en diversos valores por las operaciones de varios titulares.

---

7 Al amparo de lo establecido en la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (anteriormente, en la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado).

Una persona física, decisor y ordenante de las operaciones para su grupo familiar, daba pocas órdenes de volumen elevado sobre las acciones de varios emisores, lo que provocaba un incremento en la cotización que se aprovechaba para deshacer posiciones a favor de alguno de los participantes en la operativa. En esas secuencias de compras a precios crecientes, cuando no aparecían vendedores, la persona física ordenaba ventas para alguno de los titulares (incluido el propio comprador), con lo que generaba operaciones carentes de sentido económico.

– A un consejero de una sociedad emisora, por uso de información privilegiada.

  El consejero de una sociedad emisora emitió una orden de venta de las acciones de dicha sociedad para una persona vinculada, a pesar de haber sido incluido en la lista de iniciados por conocer, dentro del marco de sus funciones, información de carácter privilegiado relacionada con un importante proceso de reestructuración financiera.

– A una sociedad de valores, por manipulación de mercado por órdenes y operaciones realizadas para su cuenta propia.

  Una sociedad de valores, principal comprador y vendedor en determinadas sesiones en la negociación de un valor concreto, provocaba cambios a través de órdenes de pequeño tamaño, bien sobre los precios o sobre el carné de órdenes de compra de dicho valor. La mayor parte de esas órdenes se ejecutaba contra la propia sociedad de valores en operaciones sin cambio de titularidad, como parte de una estrategia manipuladora. Las pequeñas oscilaciones generadas en la cotización del valor permitían a la sociedad de valores materializar un beneficio, al deshacer las posiciones previamente tomadas.

Finalmente, el Comité Ejecutivo de la CNMV decidió la remisión de una comunicación formal a una entidad que presta servicios de inversión para que estableciera procedimientos internos adecuados de tramitación de las órdenes de compra y venta de acciones por cantidades relevantes que recibía de otras entidades.

5.3 Agencias de calificación crediticia

En el ámbito de las competencias relativas a la regulación de agencias de calificación crediticia[8], la CNMV continuó durante 2017 la supervisión del cumplimiento de la obligación, por parte de los emisores nacionales, de considerar la contratación de agencias de calificación de pequeño tamaño cuando se designe a dos o más agencias para la calificación de sus emisiones o del propio emisor[9]. Asimismo, se culminó el trabajo de armonización de la aplicación de este requisito por parte de ESMA.

8 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.

9 El artículo 8 quinquies del Reglamento de agencias, relativo al uso de varias agencias de calificación crediticia por parte de un emisor, establece que aquellos emisores que se propongan contratar por lo menos a dos agencias de calificación crediticia para la calificación de la misma emisión o entidad deberán considerar la posibilidad de designar por lo menos a una agencia pequeña, con una cuota no superior al 10% del mercado total (de acuerdo con la cifra total de ingresos) de entre la lista de agencias publicada por ESMA, siempre que el emisor la considere capaz de calificar la emisión o la entidad en cuestión.

El enfoque común (en forma de «nota de supervisión») para la aplicación de las disposiciones del Reglamento de agencias de calificación crediticia relativas al uso de las agencias más pequeñas se publicó en la web de ESMA el 6 de abril. Este documento tiene por objeto facilitar la supervisión y aplicación de estas obligaciones por parte de las autoridades nacionales competentes y proponer un formulario estándar para documentar la decisión de no designar a una agencia pequeña.

La CNMV sigue colaborado activamente con ESMA en las labores de desarrollo normativo de la regulación de agencias de calificación, así como en los procedimientos sancionadores y las autorizaciones y denegaciones de registro de nuevas agencias en Europa. En este sentido, destacan las guías sobre refrendo de *ratings* elaboradas en países distintos de la Unión Europea, en las que se revisaron los estándares previos, de forma que las agencias que pretendan refrendar *ratings* elaborados por empresas de su grupo fuera de la Unión para fines regulatorios en Europa estarán obligadas a verificar y demostrar de forma continua que la conducta de las agencias de terceros países es tan «estricta» como dispone el Reglamento europeo.

6 Supervisión de entidades

6.1 Entidades proveedoras de servicios de inversión

El ejercicio 2017 fue un año de intensa actividad, ya que a los trabajos habituales de supervisión se unió la labor de preparación para la inminente implantación de la Directiva MiFID II[1], el Reglamento MiFIR[2] y el Reglamento PRIIPS[3], normas todas ellas de aplicación a partir de enero de 2018.

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 1.014 requerimientos a las entidades supervisadas (cifra similar a la de 2016), de los que 912 tuvieron su origen en la supervisión a distancia.

Supervisión de ESI/ECA: requerimientos remitidos por la CNMV en 2017 CUADRO 6.1.1

Tipo de requerimiento	A distancia	*In situ*	Total
Por información fuera de plazo	157	1	158
Solicitud de información	177	110	287
Medidas correctoras o recomendaciones	162	25	187
Otras comunicaciones	317	65	382
Total	**912**	**213**	**1.014**

Fuente: CNMV.

Normas de conducta y requisitos organizativos

La CNMV siguió manteniendo en 2017 un contacto continuado con el sector para conocer sus inquietudes e intercambiar opiniones sobre la implementación de la nueva normativa. Asimismo, promovió una adecuada convergencia interpretativa y supervisora en los grupos internacionales en los que participa.

Al margen de los trabajos realizados a nivel europeo —publicación de numerosas preguntas y respuestas de ESMA y del Joint Committee de EBA, ESMA y EIOPA—, la CNMV publicó diversos documentos de preguntas y respuestas para atender las cuestiones planteadas por la industria en relación con MiFID II y el Reglamento PRIIPS.

1 Directiva 2014/65/UE de Mercados de Instrumentos Financieros.
2 Reglamento (UE) n.° 600/2014 de Mercados de Instrumentos Financieros.
3 Reglamento (UE) n.° 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros.

En clave supervisora, la CNMV continúa realizando **revisiones horizontales** en las que se analiza el cumplimiento de algún aspecto concreto por parte de una muestra representativa de las entidades que prestan servicios de inversión. En particular, en 2017 se revisaron las siguientes cuestiones incluidas en el Plan de actividades correspondiente a dicho año: i) contenido de la información publicitaria de las páginas web de las entidades; ii) contenido de los informes periódicos de cumplimiento normativo de las entidades y de la estructura organizativa en lo que respecta a la función de cumplimiento normativo; y iii) medidas para mejorar la protección de los clientes minoristas en la comercialización de CFD y otros productos especulativos. A continuación se describen dichas actuaciones y sus conclusiones.

Revisión horizontal del contenido de la información publicitaria de las páginas web de las entidades de crédito

RECUADRO 11

La información publicitaria de los distintos instrumentos (productos y servicios) que se ofrecen a los clientes minoristas es un elemento fundamental en su contratación, e internet se configura como un elemento de amplia difusión de información y de promoción.

En 2015 se realizó una revisión de la publicidad referida a las instituciones de inversión colectiva (IIC) facilitada por las entidades gestoras y comercializadoras en sus páginas web. Posteriormente, en 2017, se consideró adecuado complementar dicho análisis con la revisión de la información publicitaria contenida en las páginas web públicas de las entidades de crédito.

La revisión de 2017 se efectuó sobre una muestra representativa de 20 entidades, que aglutinaban aproximadamente al 90% de los clientes minoristas de las entidades de crédito que son usuarios de servicios de inversión. El objetivo general de la actuación era comprobar que la información facilitada sobre los instrumentos financieros en la web pública era exacta y equilibrada y que se correspondía, en su caso, con los documentos informativos legalmente exigibles.

El grueso de la información publicitaria facilitada en las páginas web públicas se refiere a IIC, por lo que muchas de las comprobaciones se concentraron en este tipo de productos. También es frecuente que se facilite información general respecto a los servicios vinculados a la renta variable o a la gestión de carteras. En cambio, no se suele dar información específica sobre otro tipo de instrumentos financieros del mercado de valores.

La revisión permitió identificar algunas debilidades, entre las que se destacan las siguientes:

– **Mensajes publicitarios generales y campañas promocionales de productos concretos.**

  En ocasiones, en las descripciones generales de los productos o servicios se incluyen mensajes de carácter publicitario que no identifican claramente su carácter promocional.

Con frecuencia, las campañas promocionales de ciertos productos —generalmente fondos de inversión— no facilitan un acceso ágil a los documentos legales descriptivos de los instrumentos incluidos en ellas.

En ciertos supuestos, en la descripción general de algunas categorías de productos, se destacan ciertos beneficios sin hacer referencia a que las características, los riesgos y los costes varían en función del producto concreto del que se trate dentro de dicha categoría.

– **Información publicitaria referida a fondos de inversión.**

Las páginas web públicas, además de facilitar la documentación informativa legalmente exigible (DFI, folleto, informes semestrales, etc.), suelen incluir también otro tipo de documentos informativos denominados comúnmente «fichas comerciales». Estas fichas, por su propia naturaleza y por la forma en que se ponen a disposición de los clientes, no son un soporte publicitario de contenido reducido para destacar aspectos concretos de los productos, sino que sirven para informarlos acerca de su naturaleza, riesgos y costes de forma alternativa a los documentos legalmente exigibles.

Teniendo en cuenta que la normativa establece la obligación de acreditar la entrega de los DFI, recabando una copia firmada de ellos durante el proceso de comercialización, la CNMV considera que lo más recomendable es que se empleen también estos documentos durante los actos preparatorios para la prestación del servicio de inversión, por lo que su acceso debería priorizarse y destacarse adecuadamente en la página web. Sin embargo, en algunas páginas web se observó que se priorizaba el acceso a las fichas comerciales respecto a los documentos legalmente exigibles.

Si bien la CNMV considera aceptable su elaboración y uso, estas fichas comerciales no deben contener imprecisiones ni resultar contradictorias con la información reflejada en los DFI, y deben recoger toda la información esencial de estos, incluidas, en su caso, las mismas advertencias.

Las deficiencias más frecuentemente observadas en las fichas comerciales revisadas fueron las siguientes: i) no se incluían o se minusvaloraban las advertencias que figuraban en los DFI; ii) no se hacía mención destacada de la existencia de los documentos legales exigibles; iii) no se describía suficientemente la política de inversión, la información sobre rentabilidades históricas u otras informaciones de interés (marcadores de riesgo, horizonte temporal recomendado, costes, etc.); y iv) se incluían de manera inadecuada exoneraciones de responsabilidad respecto a la corrección de los datos recogidos en la ficha.

– **Información general respecto a los servicios vinculados a la renta variable.**

Con independencia de que se proporcionara información en otros apartados de la página web, en los destinados de forma específica a informar

de servicios vinculados a la renta variable no siempre se facilitaba un acceso ágil a las políticas de mejor ejecución o a las tarifas y los costes del servicio.

Las normas de conducta del mercado de valores establecen un deber general de información por parte de las entidades prestadoras de servicios de inversión, aspecto que la CNMV considera de especial importancia. Los clientes minoristas, en particular, deben ser adecuadamente informados, y la información que se les facilite durante los actos preparatorios para la prestación del servicio de inversión debe ser imparcial, clara y no engañosa. Asimismo, la información no debe destacar los beneficios potenciales de los instrumentos sin detallar también de forma equilibrada otros aspectos, como sus riesgos o costes.

Supervisión del contenido de los informes periódicos de cumplimiento normativo de las entidades y de la estructura organizativa en lo que respecta a la función de verificación del cumplimiento normativo

En casi todos los casos analizados se contempló algún tipo de dependencia funcional o mecanismo de reporte de la función de verificación del cumplimiento normativo al consejo de administración. La dependencia jerárquica de esta área, sin embargo, presenta situaciones variadas. En algunas entidades, el responsable de la función de cumplimiento normativo depende jerárquicamente del consejo de administración, del presidente o del consejero delegado, y no aúna funciones que planteen potenciales conflictos de interés. En cambio, en otros casos dicha responsabilidad se encuadra en la secretaría general cuando el secretario general es a su vez responsable de la asesoría jurídica, lo que puede generar —en particular, en entidades con una operativa en el mercado de valores relevante o compleja— conflictos de interés que deben evitarse. Por lo general, el consejo de administración es el órgano que nombra al responsable de esta función, tal como requiere MiFID II.

Respecto a los recursos humanos destinados a la supervisión del cumplimiento de la normativa del mercado de valores, en algunos casos resultan relativamente escasos, atendiendo al tamaño, la tipología y el volumen de operativa desarrollada, por lo que se recomendó a algunas entidades que evaluasen la suficiencia de los medios destinados a dicho departamento.

Por lo que respecta al contenido de los informes periódicos, aunque la mayoría de las funciones de verificación del cumplimiento normativo señalan que monitorizan todas las áreas y materias a las que la normativa española obliga, a veces no se reflejan en el informe anual las explicaciones oportunas sobre los trabajos realizados para cada una de ellas. Adicionalmente, los informes periódicos 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.

Medidas para mejorar la protección de los clientes minoristas en la comercialización de CFD y otros productos especulativos

RECUADRO 12

En los últimos años se ha producido en España y en otros países europeos un crecimiento en la comercialización entre clientes minoristas de instrumentos financieros cada vez más complejos y arriesgados, como los contratos financieros por diferencias (CFD), los contratos *rolling spot foreign exchange* (productos *forex*) o las opciones binarias.

Debido a la naturaleza sofisticada de estos instrumentos financieros y a la dificultad que entraña la comprensión de sus riesgos, su comercialización entre clientes minoristas viene preocupando desde hace tiempo tanto a ESMA como a la CNMV. Ambos organismos han realizado varias advertencias dirigidas a los inversores, en las que se destacan los riesgos y la elevada probabilidad de pérdidas.

Los diversos estudios realizados por la CNMV y por otros organismos supervisores de valores han puesto de manifiesto que, en la gran mayoría de los casos, los clientes que han operado con este tipo de productos han perdido el dinero que han invertido. Según los datos del último estudio realizado por la CNMV, entre el 1 de enero de 2015 y el 30 de septiembre de 2016, el 82% de los clientes que realizaron operaciones con CFD sufrieron pérdidas.

Se apreció que las advertencias realizadas a los inversores hasta la fecha no habían resultado plenamente eficaces. Así, atendiendo al compromiso recogido en el Plan de actividades de la CNMV, en el primer semestre de 2017 se pusieron en marcha una serie de medidas para reforzar la protección de los inversores minoristas en España cuando inviertan en CFD, productos *forex* u opciones binarias. Las medidas que se aplicaron fueron las siguientes:

– La CNMV remitió requerimientos a los intermediarios financieros que comercializaban —fuera del ámbito del asesoramiento— CFD o productos *forex* con un apalancamiento superior a diez veces (10:1), u opciones binarias entre clientes minoristas establecidos en nuestro país. En los requerimientos enviados se exigía a los intermediarios:

  - Que adviertan expresamente a los clientes de que la CNMV considera que la adquisición de estos productos no es adecuada para clientes minoristas, debido a su complejidad y riesgo.

  - Que informen a los clientes sobre el coste que asumirían si decidiesen cerrar su posición nada más realizar la contratación. Además, en el caso de CFD y productos *forex*, que les adviertan de que, debido al apalancamiento, las pérdidas pueden llegar a ser superiores al importe desembolsado inicialmente para la adquisición del producto.

  - Que recaben un texto manuscrito o grabación verbal del cliente que permita acreditar que es consciente de que el producto que va a adquirir es especialmente complejo y de que la CNMV considera que no es adecuado para inversores minoristas.

- Que los elementos publicitarios utilizados por las entidades para la promoción de CFD, productos *forex* u opciones binarias contengan siempre una advertencia sobre la dificultad para entender estos productos y sobre el hecho de que la CNMV considera que no son adecuados para inversores minoristas, debido a su complejidad y riesgo.

Las entidades que comercialicen estos productos complejos y de alto riesgo deben adaptar sus procedimientos y sistemas para estar en disposición de realizar las citadas advertencias y recabar la expresión manuscrita o verbal mencionadas.

En el segundo semestre de 2017 se hizo una revisión horizontal para verificar la implantación de estas medidas por parte de los intermediarios financieros sometidos a la supervisión de la CNMV.

– La CNMV se dirigió a los supervisores de valores de otros países europeos, en particular a la autoridad de supervisión de Chipre, con la finalidad de proteger también a los clientes minoristas que operan con estos instrumentos a través de intermediarios que los comercializan en España bajo el régimen de libre prestación de servicios. Se solicitó a los supervisores que exigieran a los intermediarios registrados en su territorio las advertencias y actuaciones citadas anteriormente.

A través de su participación en ESMA, la CNMV continúa defendiendo activamente la adopción de medidas coordinadas a nivel europeo en esta materia que mejoren la protección de los inversores, y que se han plasmado en los acuerdos adoptados por la Junta de Supervisores de ESMA con fecha 27 de marzo de 2018, relativos a la prohibición de comercialización de opciones binarias y al establecimiento de ciertas restricciones a la comercialización de contratos por diferencias (CFD) para proteger a los inversores minoristas (como se describe más adelante en la sección dedicada a ESMA).

Guía técnica para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora

RECUADRO 13

Para que los inversores puedan comprender los riesgos de los productos en los que invierten, es necesario que quien se los ofrece disponga de los conocimientos necesarios para entenderlos, valorar si son adecuados o idóneos para cada cliente y saber explicarlos. Hasta ahora, esa responsabilidad ha recaído sobre las entidades prestadoras de servicios, que han diseñado sus redes de venta sobre la base de obligaciones normativas muy genéricas relativas a la necesidad de disponer de medios humanos y materiales adecuados a las actividades que pretenden prestar.

La Directiva MiFID II precisó más estas exigencias, al incluir entre otros aspectos la obligación de los Estados miembros de publicar los criterios utilizados para evaluar los conocimientos y competencias del personal que preste

asesoramiento o proporcione información sobre instrumentos financieros, servicios de inversión o servicios auxiliares a clientes en nombre de la empresa de servicios de inversión.

Para concretar los criterios necesarios para evaluar tales conocimientos y competencias, ESMA publicó el 22 de marzo de 2016 las *Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias*, referidas al personal que informa y que asesora, de aplicación a partir del 1 de enero de 2018.

La CNMV, teniendo en cuenta estas directrices, aprobó el 27 de junio de 2017 la *Guía técnica 4/2017*, en la que se concretan los criterios que considera adecuados para que las entidades puedan demostrar que el personal que informa o asesora sobre servicios de inversión posee los conocimientos y las competencias necesarios. Esta guía impone requisitos organizativos a las entidades sujetas para garantizar que el personal relevante cuenta con los conocimientos y competencias adecuados, debiendo el órgano de administración establecer criterios en materia de cualificaciones y experiencia de dicho personal y designar la unidad del grupo responsable de su cumplimiento. Asimismo, la guía establece un detalle sobre las materias y conocimientos mínimos.

La guía también prevé la publicación por parte de la CNMV de una lista de títulos o certificados a los efectos de considerar que el personal relevante que disponga de alguno de ellos cuenta con la cualificación adecuada para la prestación de los servicios que la propia lista indique en cada caso. No obstante, la entidad financiera puede, bajo su propia responsabilidad, valorar como adecuados títulos o certificados distintos de los incluidos en la citada lista, siempre y cuando su unidad de cumplimiento normativo compruebe la equivalencia entre las actividades de formación y de evaluación correspondientes a tales títulos o certificados, y los criterios y características desarrollados en la guía técnica. Igualmente, la entidad financiera puede estimar adecuados títulos cuyo alcance no comprenda todos los aspectos requeridos en la guía, si se completa la formación y evaluación de manera que queden cubiertos todos los aspectos. Asimismo, pueden considerarse válidos títulos o certificados aceptados, adecuados y publicados por autoridades competentes de otros países.

La CNMV inició en julio de 2017 el análisis de las solicitudes presentadas por entidades interesadas en que sus títulos o certificados se incluyeran en la lista. Desde la aprobación de la guía técnica hasta el 31 de diciembre se habían recibido 42 solicitudes con sus correspondientes títulos o certificados, de las cuales en dicha fecha se habían resuelto 16. Esto supuso la incorporación a la lista de la CNMV en 2017 de 36 títulos o certificados (13 de ellos de universidades): 26 para acreditar conocimientos y competencias del personal que presta asesoramiento en materia de inversión y 10 para acreditar conocimientos y competencias del personal que proporciona información sobre productos, servicios de inversión y servicios auxiliares.

Resulta también de interés hacer referencia a las **principales incidencias detectadas en las revisiones recurrentes realizadas sobre cumplimiento de las normas de conducta y de los requisitos organizativos**. Desde 2015 se recibe información detallada con carácter trimestral sobre los productos que las principales entidades

comercializan a clientes minoristas, y durante 2017 se continuó con un análisis temprano de las tendencias de inversión que reflejan los datos recibidos, con el objetivo de identificar productos o tendencias con especial interés supervisor y que podrían demandar alguna actuación por parte de la CNMV. En este sentido, se observó un incremento de la operativa bursátil ordinaria de los clientes minoristas, mientras que la de instrumentos derivados se mantiene estable respecto a 2016. Las operaciones bursátiles de las IIC registraron un ligero aumento con relación al año anterior y siguieron concentrando una parte muy significativa de las operaciones de clientes minoristas. La operativa sobre renta variable se mantuvo respecto a 2016. En cuanto a la renta fija, se advirtió un descenso en la operativa de instrumentos no complejos y un incremento en la de complejos (contratos financieros, bonos estructurados y otros bonos complejos como la deuda de entidades de crédito que puede ser objeto de *bail-in*); en cualquier caso el volumen de la operativa de clientes minoristas sobre renta fija es mucho menor que el de su operativa sobre IIC o renta variable.

A continuación se destacan las principales incidencias detectadas en las inspecciones realizadas:

– Deficiencias en el cumplimiento de normas de conducta sobre los deberes de diligencia y transparencia en la actuación frente a clientes.

– Nuevos casos de entidades que recomendaban o adquirían, en el ámbito de la prestación del servicio de gestión discrecional de carteras, clases de IIC menos favorables que aquellas a las que los clientes podían acceder.

– Deficiencias de información e inadecuada gestión e identificación de conflictos de interés por parte de una entidad con una relevante operativa de intermediación y de cuenta propia sobre instrumentos de deuda pública para clientes profesionales y contrapartes elegibles. En este caso, se incoó un expediente sancionador.

– Necesidad de mejora en la información dirigida a inversores en el caso de una plataforma de financiación participativa. La actuación de supervisión temprana realizada evidenció la necesidad de mejoras sustanciales en cuanto a la información ofrecida sobre los proyectos publicados, en particular acerca de sus riesgos, rentabilidad y costes o de la publicidad ofrecida, entre otros aspectos.

– Agresivas campañas de captación de inversores por parte de la sucursal de una empresa de servicios de inversión europea y de una empresa de asesoramiento financiero, que intermedian y asesoran, respectivamente, en productos complejos y apalancados.

En 2017 se recibieron las **cuentas anuales y la memoria de las plataformas de financiación participativa (PFP)** correspondientes a 2016 de una docena de entidades que figuraban registradas al cierre de dicho ejercicio. Como complemento de esa documentación, se recabó asimismo diversa información referida a la situación y actividad de las plataformas, además de un informe del auditor sobre la adecuación y eficacia de los procedimientos y la fiabilidad de la información aportada. A partir de la revisión realizada se puso de manifiesto el reducido tamaño relativo que presenta todavía este sector, así como la necesidad de introducir determinadas mejoras en los procedimientos de las plataformas, si bien no se observaron incidencias con un efecto relevante.

Requisitos prudenciales

La supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión se realiza, por un lado, mediante el análisis de su situación económico-financiera y su viabilidad patrimonial y, por otro, mediante la verificación del cumplimiento de las exigencias de solvencia requeridas por la normativa específica. En última instancia, el objetivo es asegurar que estas entidades disponen de un nivel de fondos propios adecuado, teniendo en cuenta los riesgos asociados a la actividad que desarrollan. Gran parte de la supervisión se basa en el análisis de la información remitida de forma periódica a la CNMV, que se complementa con inspecciones *in situ.*

Como en otros años, el sector presentó en su conjunto una situación holgada de fondos propios durante el pasado ejercicio (véase capítulo 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 acuerdo con estos procedimientos, la autoridad supervisora debe otorgar diferentes calificaciones a cada entidad, que servirán de base no solo para la supervisión de las entidades, sino también para fijar el momento en que deban iniciarse las medidas de recuperación previstas por las propias entidades.

En cuanto a los trabajos específicos de supervisión, resulta destacable la revisión del cumplimiento de las exigencias prudenciales en el caso de una entidad con una actividad muy relevante en la negociación y liquidación por cuenta de clientes de instrumentos derivados negociados. En dicha entidad eran muy importantes las exposiciones —y, por tanto, las exigencias de recursos— derivadas de la existencia de riesgo de contraparte en la administración y custodia de estos instrumentos, registrados en último término en entidades de contrapartida central.

Asimismo, se han seguido revisando los perfiles de riesgos de todas las entidades, comunicando al FROB los de aquellas que se encuentran en el ámbito de la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

En relación con la recuperación y la resolución, de acuerdo con lo previsto en la normativa sobre resolución de empresas de servicios de inversión, se siguieron revisando los planes de recuperación presentados por las entidades sujetas a esta obligación, así como los planes de resolución elaborados por la propia CNMV como autoridad de resolución preventiva.

6.2 Instituciones de inversión colectiva y entidades de inversión de tipo cerrado

Fondos de inversión y SICAV

La supervisión de los fondos de inversión (FI) y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), como en años anteriores, estuvo caracterizada fundamentalmente por la realización de análisis preventivos a efectos de asegurar que las sociedades gestoras de IIC cumplen de forma adecuada con sus obligaciones, que los

conflictos de interés se gestionan de forma apropiada y que los partícipes y accionistas reciben información suficiente sobre sus inversiones.

La CNMV combina en esta tarea la supervisión a distancia con las inspecciones presenciales. La primera se basa, sobre todo, en el análisis de los estados de información de las IIC que estas o sus sociedades gestoras remiten con periodicidad mensual a la CNMV, incluido el listado de posiciones individuales de los activos en cartera y de productos derivados. Por su parte, la verificación *in situ* se centra, sobre todo, en los aspectos menos estandarizados o más específicos de las IIC, que no trascienden en los modelos de información estandarizados.

La supervisión comprende análisis tanto periódicos como no recurrentes. Entre los primeros se cuentan los que, con carácter general para el sector, verifican el cumplimiento de aspectos tales como la suficiencia de medios de las sociedades gestoras, la adecuación de sus controles internos, la prevención de los conflictos de interés o el cumplimiento de coeficientes legales y de la aptitud de las inversiones. Los controles no recurrentes, por su parte, pueden ser generales o específicos y se centran en aspectos de la actividad de los gestores cuyo interés se detecta en la dinámica supervisora.

En 2017, como resultado de todas las actuaciones de supervisión desarrolladas, se enviaron 808 escritos a las entidades supervisadas.

Como se aprecia en el cuadro 6.2.1, el mayor número de escritos correspondió a requerimientos por información fuera de plazo (sobre todo por informes de auditoría de las IIC) y por solicitud de medidas correctoras o recomendaciones (para solucionar incidencias detectadas en la supervisión). Además, se enviaron 92 escritos solicitando información necesaria para la supervisión (distinta de la disponible con carácter general) a las entidades sujetas, y 85 correspondientes a otro tipo de comunicaciones (básicamente, contestación de consultas).

Supervisión de IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2017 CUADRO 6.2.1

	Actuaciones		
	A distancia	***In situ***	**Total**
Por información fuera de plazo	301	0	301
Solicitud de información	52	40	92
Medidas correctoras o recomendaciones	291	39	330
Otras comunicaciones	52	33	85
Total	**696**	**112**	**808**

Fuente: CNMV.

A continuación se resumen los principales **controles de carácter periódico** realizados en 2017.

– Controles de legalidad. La normativa de IIC establece una serie de coeficientes y límites de diversificación, así como de exposición mantenida en instrumentos derivados. Adicionalmente, la norma exige mantener un patrimonio y un número de partícipes y accionistas mínimo que asegure el carácter colectivo de las IIC. En 2017 se continuaron realizando los análisis que velan por el cumplimiento de estos límites y coeficientes. Los incumplimientos de carácter sobrevenido en los

límites de diversificación (motivados por la concurrencia de circunstancias ajenas a la voluntad de las gestoras, como la revalorización por el mercado) continuaron siendo las incidencias más numerosas, aunque en su inmensa mayoría se regularizaron en los plazos legales. Por su parte, fueron poco frecuentes los incumplimientos de carácter estructural de las IIC (mínimos de patrimonio, capital y partícipes) y los excesos en los límites por la operativa en derivados. Por tanto, como incumplimientos no ajenos a la voluntad de las gestoras, únicamente se detectaron 61 relacionados con los límites de diversificación, 38 por cumplimiento del coeficiente de liquidez y 52 de carácter estructural, de los que 3 correspondieron a SICAV que fueron revocadas por incumplir el número mínimo de accionistas.

– Análisis de rentabilidades y de valoraciones de activos. A través del análisis de regresión, se comparan los valores liquidativos de las IIC con otros estimados a partir de la evolución de los mercados, lo que permite identificar rentabilidades que podrían calificarse como atípicas y poner de manifiesto incidencias en los procedimientos de valoración y control, así como otras relacionadas con la contabilización de operaciones, conflictos de interés, etc. Adicionalmente, se realizan análisis comparativos de las valoraciones aplicadas por las entidades para un mismo activo con el objetivo de detectar también posibles errores y deficiencias en los controles aplicados. Se detectaron un total de 105 incidencias, siendo en su mayoría de escasa relevancia, motivo por el que la adopción de actuaciones adicionales se llevó a cabo en solo 12 entidades gestoras.

– Análisis de la operativa de renta fija, renta variable e IIC. Consiste en identificar las operaciones que podrían dar lugar a posibles situaciones de conflictos de interés no adecuadamente resueltos, tales como: i) aplicaciones u operaciones en las que unas IIC adquieren un activo de renta fija y otras de la misma gestora lo venden por importes iguales o muy similares; ii) colocaciones de renta fija o variable; iii) operaciones en el mercado secundario sobre activos con liquidez reducida en las que se adquiere un porcentaje relevante de la emisión; y iv) adquisiciones de otras IIC del grupo de la gestora. Se detectaron 44 incidencias, en su práctica totalidad por la realización de aplicaciones entre IIC o por la inversión en otras IIC del grupo de la gestora, y fueron objeto de requerimiento un total de 18 entidades.

– Análisis de las auditorías de IIC. La normativa prevé el envío telemático a la CNMV de los informes de auditoría y de las cuentas anuales de las IIC, información que debe entregarse a los inversores como parte del informe anual. En el ejercicio 2017 no se detectaron incidencias relevantes en las auditorías de IIC, siendo el número de salvedades muy reducido, por lo que la mayoría de los requerimientos enviados estuvieron motivados por discrepancias entre las cifras de las cuentas anuales y las correspondientes de los estados reservados. Sin embargo, estas discrepancias finalmente no resultaron ser tales, pues obedecieron a errores en el envío de los datos.

Los **controles no recurrentes** realizados a lo largo del año fueron los siguientes:

– Análisis de las pruebas de resistencia de las carteras de IIC respecto a los tipos de interés. Se analizaron los sistemas y procedimientos de gestión de riesgos y de escenarios de estrés de las SGIIC, y se detectaron deficiencias en un número reducido (siete entidades). Adicionalmente, en el caso de fondos con exposiciones relevantes a deuda subordinada o preferente, se requirió a doce entidades

la realización de una prueba de resistencia en una situación de mercado similar a la acaecida en los momentos más graves de la crisis de liquidez (años 2008 y 2009), junto con las medidas y procedimientos que se aplicarían para evitar conflictos de interés.

– Análisis de la evolución de los fondos de inversión con un objetivo de rendimiento fijo (tanto garantizado como no garantizado). Se procedió a identificar aquellos fondos que hubieran alcanzado el objetivo establecido en el folleto con anterioridad a su fecha de vencimiento, para verificar que se aportaba información suficiente en la información pública periódica (IPP) sobre la evolución de su valor liquidativo desde el inicio y su situación frente al objetivo de rentabilidad. Adicionalmente, como medida de refuerzo de la transparencia, se solicitó a las 16 gestoras de los 144 fondos detectados que procedieran a la remisión de una carta a los partícipes y al establecimiento de un procedimiento para la publicación de un hecho relevante en posibles casos futuros.

– Análisis de la información de remuneraciones de SGIIC. Se contrastó si se incluía en la información pública periódica de los fondos toda la información cuantitativa y cualitativa a la que obliga la norma. También se estudiaron posibles casos en los que el sistema remunerativo de la gestora pueda estar contribuyendo a la asunción excesiva de riesgos. En cualquier caso, en general se puede afirmar que la remuneración variable en las gestoras de IIC es moderada y se encuentra razonablemente proporcionada respecto a la remuneración fija.

– Análisis muestral sobre la entrega en la comercialización del DFI integrado. El documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) debe incorporar los datos de ratio total de gastos y rentabilidades históricas, en lugar de enlaces. Este análisis es continuación de uno anterior en el que se detectaba que aún existían incidencias puntuales en este ámbito. Tras este análisis muestral, solo se detectó una incidencia de una gestora que entregaba el DFI con los enlaces, más un documento adicional con las cifras. Se requirió a la gestora para que integrase las cifras en el DFI.

– Análisis sobre la gestión discrecional de carteras de terceros por parte de las gestoras. Se pretende asegurar el cumplimiento de las normas de transparencia, diligencia debida, inversión en la clase más adecuada, etc. Las incidencias detectadas fueron reducidas y tenían que ver con la realización inadecuada del test de idoneidad, y con defectos de información, sobre todo en lo relativo a costes y gastos y a la inclusión de un *benchmark* en el contrato de gestión discrecional de carteras. En total se requirió a siete gestoras. Por otra parte, se verificó que las gestoras invertían las carteras discrecionales en las clases de acciones/participaciones de IIC más beneficiosas para el inversor, aunque en ocasiones no se llegase al mínimo requerido.

– Análisis sobre la inversión de IIC en otras IIC. Se busca asegurar, por un lado, que las IIC en las que se invierte son aptas de acuerdo con la naturaleza de la inversora y, por otro lado, verificar que las IIC invierten en las clases subyacentes más ventajosas económicamente. En el primer aspecto, las incidencias no fueron numerosas, y en la mayoría de los casos se trataba de situaciones sobrevenidas y ya regularizadas. Respecto a la inversión de las IIC en clases de otras IIC, se verificó que la mayoría de las gestoras invierten en las clases que corresponde. Las incidencias detectadas fueron requeridas y subsanadas, siendo los partícipes, en su caso, compensados.

Además de estos análisis realizados a escala sectorial, se efectuaron también numerosos controles por cuestiones concretas que afectaban a entidades individuales (valoración de activos, inversiones en liquidez o activos no aptos, conflictos de interés, etc.).

Refuerzo de la transparencia en determinadas categorías de políticas de fondos de inversión

RECUADRO 14

El ejercicio 2017 se caracterizó por la continuidad de un entorno de tipos de interés muy reducidos, lo que afectó a los fondos con objetivo concreto de rentabilidad (garantizado y no garantizado), una de las categorías de políticas de inversión con mayores volúmenes de patrimonio y de partícipes.

Este entorno de mercado provocó que los inversores con un perfil eminentemente conservador, que mantenían posiciones en este tipo de fondos (y también en los de renta fija), buscasen alternativas con un mayor potencial de revalorización, aunque fuese a costa de un riesgo **más elevado**. Así, la categoría de retorno absoluto fue una de las más beneficiadas, con entradas patrimoniales relevantes.

En el caso de los fondos con objetivo concreto de rentabilidad (con o sin garantía) a un determinado plazo, destaca la situación de aquellas instituciones que habían alcanzado dicho objetivo en 2017 —debido a la evolución positiva en el valor de mercado de sus posiciones de renta fija en años anteriores—, antes de la fecha de vencimiento establecida en sus folletos informativos. La CNMV realizó un análisis para identificar todas las instituciones en las que se daba esta situación, que desde el punto de vista del inversor implicaba con gran probabilidad que en lo sucesivo disminuiría la rentabilidad. Se trasladaron a las entidades afectadas las siguientes pautas con el fin de facilitar la toma de decisiones de los partícipes de estos fondos: i) refuerzo de la información incluida en el anexo explicativo de la información pública periódica sobre la evolución del valor liquidativo del fondo, señalando de manera clara si se ha superado el objetivo de rentabilidad establecido en el folleto informativo y ii) publicación de un hecho relevante para aquellos fondos que en el futuro pudieran superar sus respectivos objetivos de rentabilidad de acuerdo con los procedimientos internos definidos por la gestora. Adicionalmente, para los fondos cuyo valor liquidativo en esos momentos ya exced**ía** el objetivo de rentabilidad y su folleto informativo establecía ventanas de liquidez, se solicitó a sus gestoras que remitiesen un escrito a los partícipes sobre la situación en la que se encontraba la institución.

Por otra parte, ante las elevadas captaciones patrimoniales, se realizó un análisis sobre la información aportada a los partícipes de los fondos con una política inversora de retorno absoluto[1]. En concreto, se revisó el contenido y el formato de la información publicitaria que figuraba en las páginas web, tanto de entidades gestoras como comercializadoras, con el fin de comprobar que era clara, objetiva e imparcial según lo establecido en la normativa vigente[2]. También se verificó el cumplimiento de los límites de riesgos (en términos de volatilidad o de VaR)[3] establecidos en los folletos informativos de estas instituciones y, en el caso de que estos incluyesen un objetivo de rentabilidad no garantizado, se analizó su evolución frente a la del valor liquidativo. Como

conclusión del análisis realizado, se trasladó a las entidades gestoras la necesidad de reforzar la información que se estaba incluyendo en la información pública periódica de estos fondos, principalmente la relacionada con la evolución del valor liquidativo y con las divergencias que se estuvieran produciendo, en su caso, respecto al objetivo de rentabilidad establecido en el folleto informativo.

1 La Circular 1/2009 de la CNMV define esta categoría de vocación inversora como aquella que tiene por objetivo de gestión conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica no garantizada, aplicando para ello diferentes técnicas de gestión, entre otras: de valor relativo, valor absoluto, dinámicas, etc.

2 Artículo 60 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, que establece las condiciones que debe cumplir la información, incluida la publicitaria, para ser imparcial clara y no engañosa, y Orden EHA 1717/2010, de 11 de junio, que regula las normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria de los instrumentos financieros y servicios de inversión. Adicionalmente también cabe destacar la comunicación de la CNMV de 10 de noviembre de 2015 sobre el contenido y formato de la información publicitaria en las páginas web de entidades gestoras y comercializadoras de IIC.

3 VaR o *Value at Risk*. Estima la pérdida máxima probable que en condiciones normales de mercado se podría experimentar durante un periodo u horizonte temporal, estimación que se realiza con un determinado nivel de confianza.

IICIL e IIC de IICIL

El patrimonio de las IIC de inversión libre (IICIL) continuó manteniéndose en niveles reducidos durante el pasado ejercicio (apenas 2.000 millones de euros). Por su parte, solo existen 8 IIC de IICIL, 4 de las cuales están en liquidación.

En este contexto, la supervisión de las IICIL se centró, como es habitual, en el análisis de los niveles de riesgo y el cumplimiento de los requisitos estructurales (patrimonio y número mínimo de partícipes y accionistas).

En cuanto a las IIC de IICIL, la supervisión se orientó al seguimiento de los procesos de liquidación con la finalidad de verificar si las sociedades gestoras actúan con la debida diligencia y proporcionan una adecuada información a los inversores sobre estos procesos.

IIC inmobiliarias

En el ámbito de la supervisión de las IIC inmobiliarias, hay que destacar que en la actualidad solo existen registrados tres fondos de inversión inmobiliarios, que se hallan en proceso de liquidación. Por su parte, existen cuatro sociedades de inversión inmobiliaria, una de ellas en liquidación. De ahí que la actuación supervisora se haya concentrado durante el pasado ejercicio en el seguimiento de estos procesos y en asegurar que los partícipes reciben información adecuada sobre ellos.

Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado

Los trabajos de supervisión se centraron en el control del cumplimiento de los coeficientes obligatorios de inversión y diversificación exigidos para las entidades de

inversión colectiva de tipo cerrado. Se analizaron, caso por caso, los incumplimientos identificados y se promovieron actuaciones para que las entidades pudieran volver a un escenario de cumplimiento normativo.

Adicionalmente, se realizaron determinados análisis puntuales en los que se prestó especial atención a aspectos tales como: i) la evolución de la rentabilidad de ciertos vehículos de capital riesgo; ii) los métodos de valoración utilizados por distintas entidades con las mismas inversiones o con carteras de inversión semejantes, con el objetivo de verificar la homogeneidad en el cumplimiento de la normativa contable que les es de aplicación; y iii) las políticas de comercialización para este tipo de vehículos de inversión y su coherencia con lo contemplado por la normativa vigente en cuanto al tipo de inversor incorporado a este producto financiero.

También se llevó a cabo, por primera vez, la supervisión de los fondos de capital-riesgo europeos, registrados en 2016 e introducidos como un nuevo modelo de capital riesgo por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

En el cuadro 6.2.2 se observa que, como resultado de las actuaciones de supervisión, la CNMV remitió durante el ejercicio un total de 628 requerimientos a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, referidos tanto a las propias gestoras como a los vehículos por ellas gestionados.

Supervisión de ECR/SGEIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2017 CUADRO 6.2.2

Tipo de requerimiento	Total
Por información fuera de plazo	280
Solicitud de información	36
Medidas correctoras o recomendaciones	305
Otras comunicaciones	7
Total	**628**

Fuente: CNMV.

6.3 Entidades gestoras: SGIIC Y SGEIC

La supervisión de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) siguió orientada a prevenir escenarios de déficit de recursos propios que pudieran poner en riesgo la solvencia de estas entidades.

Las tareas de supervisión realizadas con carácter recurrente se centraron principalmente en el cumplimiento de las exigencias de recursos propios, la actividad de la unidad de auditoría interna, la revisión de la opinión de auditoría y el cumplimiento de determinadas exigencias legales.

Además de las tareas realizadas con carácter periódico, también se llevaron a cabo otras sobre temas específicos, tales como el análisis de las remuneraciones variables pagadas por las SGEIC, la clarificación de determinados conceptos a efectos de la aplicación de la nueva normativa o la mejora de la calidad de la información enviada por estas sociedades (tanto sobre sus vehículos gestionados como sobre ellas mismas).

Asimismo, se hizo un análisis sobre el gobierno corporativo de las SGIIC. Por un lado se evaluó, para todas las gestoras, el cumplimiento de las obligaciones normativas relativas a la existencia de un comité de auditoría, un comité de remuneraciones, la independencia de los miembros del consejo de administración, etc. Por otro lado, se revisó en detalle la estructura organizativa de las gestoras de reciente creación.

El número de sociedades registradas aumentó en un 11%, al pasar de 173 en diciembre de 2015 (96 SGIIC y 77 SGEIC) a 192 en junio de 2017 (106 SGIIC y 86 SGEIC)[4]. También se incrementó el patrimonio gestionado por el conjunto de estas entidades.

Con respecto a las SGEIC, el sector mantenía un alto superávit de recursos propios a 31 de diciembre de 2016, escenario que se mantuvo durante los seis primeros meses de 2017[5].

6.4 Entidades depositarias

La supervisión de las entidades depositarias durante 2017 se centró fundamentalmente en analizar su grado de adaptación a la Circular 4/2016[6]. Esta circular detalla cómo deben realizar los depositarios sus funciones, tanto de custodia y registro como de vigilancia y supervisión de la actividad de las gestoras.

Adicionalmente, se continuó el análisis recurrente de los informes semestrales sobre la función de supervisión y vigilancia de los depositarios, en los que se deben incluir todos los incumplimientos normativos o anomalías que se hayan detectado en la gestión o administración de las IIC.

Además, se realizó una supervisión a distancia del cumplimiento de la función de depositaría en dos entidades de crédito. Por una parte, se analizó la función de custodia de los activos propiedad de la IIC y la función de supervisión y vigilancia de la actividad de la gestora. Por otra parte, se revisó la estructura, los medios y la independencia de esta función en el seno de la organización.

Adaptación de las entidades depositarias de IIC a la nueva Circular 4/2016

RECUADRO 15

El 13 de octubre de 2016 entró en vigor el Reglamento Delegado (UE) 2016/438 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, que complementa la Directiva UCITS. Esta norma establece a nivel europeo, de manera extensa y detallada, las funciones y la responsabilidad de los depositarios de UCITS, al igual que

4 La supervisión realizada a lo largo del ejercicio 2017 se basa en la información correspondiente al ejercicio 2016 al completo y al primer semestre de 2017.

5 Las SGEIC tienen hasta el 30 de abril de 2018 para el envío de la información periódica con fecha de referencia 31 de diciembre de 2017.

6 Circular 4/2016, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Esta circular entró en vigor el 13 de octubre de 2016.

en su momento lo hizo para las instituciones de inversión colectiva no armonizadas el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012.

Ambas normas europeas establecen requisitos equivalentes para los depositarios, si bien el que se aplica a las UCITS —destinadas fundamentalmente a inversores minoristas— recoge algunas medidas adicionales para garantizar la protección de los inversores. Dentro de estas medidas cabe destacar las siguientes: i) cuando el depositario delegue la custodia en un tercero fuera de la Unión Europea, debe recibir asesoramiento jurídico independiente sobre la ejecutabilidad del acuerdo contractual suscrito en caso de insolvencia y sobre la normativa de insolvencia del país correspondiente; y ii) los depositarios de UCITS no pueden transferir la responsabilidad por la pérdida de un activo a un tercero.

La normativa española ya se encontraba en línea con la mayor parte de los requisitos exigidos por los reglamentos europeos, por lo que su entrada en vigor no supuso cambios relevantes en las funciones encomendadas a los depositarios. Sin embargo, dichos reglamentos incorporaron alguna nueva función o la precisaron con más detalle, lo cual se reflejó en la Circular 4/2016 —que también entro en vigor el 13 de octubre de 2016—. La CNMV, tal y como se recogía en el Plan de actividades 2017, ha supervisado el proceso de adaptación de los depositarios a los nuevos requisitos recogidos en la normativa.

Las novedades recogidas en la circular se centraron principalmente en los siguientes aspectos que debe cumplir el depositario:

- Mantener un registro actualizado de «otros activos no custodiables» y obtener certificados de terceros en los que se acredite la propiedad de los títulos.

- En caso de que se delegue la función de depósito en un tercero, el depositario debe valorar —tanto en el momento del nombramiento como de manera periódica— aspectos tales como los procedimientos, las estructuras y los controles implantados por dicho tercero, así como su solvencia y reputación. Además, el depositario debe evaluar la existencia de una separación absoluta entre la cuenta propia de la entidad en la que se delega la custodia y la cuenta de terceros.

- Valorar y supervisar los riesgos a lo largo de toda la cadena de custodia. Esto supone conocer y evaluar el marco legal y regulatorio de todos los países en los que radican los terceros en los que se ha delegado la custodia, poniendo especial atención a la ejecutabilidad de los contratos. También implica reconocer la segregación de los activos en caso de insolvencia del tercero y la existencia (en el caso de UCITS y países ajenos a la Unión Europea) de un asesoramiento legal independiente. Además, cuando el tercero sobre el que se ha delegado nombre, a su vez, a otras entidades para llevar la custodia, el depositario tiene que asegurarse de que los procedimientos y controles implantados en toda la cadena son adecuados.

- Tener establecido un plan de contingencia para cada mercado en el que el depositario haya delegado la custodia en un tercero, identificando a terceros alternativos.

6.5 Sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT)

La actividad supervisora de las gestoras de fondos de titulización se canalizó a través de la supervisión a distancia, que descansa fundamentalmente en la información proporcionada por los informes de auditoría.

Adicionalmente, y ante las novedades introducidas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial en el régimen de las titulizaciones —en particular, con respecto a los requisitos relativos a recursos propios que deberán cumplir las SGFT—, se realizó, por primera vez, la supervisión de los niveles de recursos propios de estas gestoras, superando todas ellas los mínimos exigidos por la legislación.

En relación con los desarrollos normativos derivados de esa nueva normativa, en diciembre de 2017 se sometió a consulta pública el texto del Proyecto de circular sobre cuentas anuales y estados de información reservada de las SGFT, que recoge los plazos de envío y los modelos de la información reservada y pública.

Como incidencia relevante en este ámbito, cabe señalar que el 1 de junio Intermoney SGFT, sociedad gestora del fondo IM Auriga Pymes Eur 1, FTA, remitió un hecho relevante al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en el que comunicaba que había tenido conocimiento de la presentación por parte de Finalter, S.L.U. —entidad cedente de derechos de crédito al fondo— de una denuncia contra Publiolimpia, S.L. y contra el administrador único y director financiero de esta sociedad por delito de estafa agravada. Del contenido de la denuncia la sociedad gestora deducía que la totalidad de los derechos de crédito cedidos al fondo por Finalter, procedentes de Publiolimpia, S.L., se derivaban de créditos comerciales inexistentes. En consecuencia, y en virtud de lo establecido en la escritura de constitución del fondo, la sociedad gestora, en representación del fondo, procedió a reclamar al cedente la totalidad del importe pagado por el fondo por dichos derechos de crédito (el importe reclamado ascendió a 38.818.123,46 euros). Posteriormente, el 27 de octubre se publicó un nuevo hecho relevante en el que se comunicaba que la sociedad gestora había recibido una comunicación de Auriga Capital Investments, S.L., en la que se le informaba de que esta había decidido realizar una oferta de compra de los bonos del fondo. Auriga Capital Investments, S.L. se hizo con el 100% de dichos bonos y en la actualidad el fondo está en proceso de liquidación.

6.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

El Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC) y la CNMV han aplicado el convenio de colaboración suscrito entre ambas entidades, en el que se tienen en cuenta tanto el plan de supervisión de la CNMV como las prioridades determinadas por el SEPBLAC en su análisis de riesgos en materia de blanqueo. En aplicación de dicho convenio, durante el ejercicio la CNMV remitió a este organismo comunicaciones con las conclusiones alcanzadas sobre el grado de cumplimiento de las obligaciones con respecto a la prevención del blanqueo de capitales por parte de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva incluidas en las revisiones acordadas previamente entre la CNMV y el SEPBLAC.

Asimismo se remitió al SEPBLAC información obtenida en el ejercicio de las funciones de supervisión sobre determinadas entidades, por observarse la existencia de indicios de operaciones sospechosas de estar relacionadas con el blanqueo de capitales.

6.7 Índices de referencia

La regulación de los índices de referencia está recogida en el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, que se publicó el 29 de junio de 2016 y es de aplicación desde el 1 de enero de 2018. Algunas de sus disposiciones, como las relativas a los índices críticos y a los colegios de supervisores, son de aplicación desde el 30 de junio de 2016.

Este reglamento viene motivado por los casos de manipulación de índices y establece mecanismos para reducir la vulnerabilidad de los índices al riesgo de manipulación. Es por ello que en la práctica totalidad de las jurisdicciones europeas ha sido el regulador de valores —en el caso de España, la CNMV— la autoridad competente designada para aplicar la nueva regulación.

Este régimen establece nuevas obligaciones para los administradores y los contribuidores de datos, así como para las entidades supervisadas que utilicen índices de referencia. La CNMV, como autoridad competente designada para aplicar la nueva regulación, también asume nuevas competencias relacionadas con la autorización y el registro de los administradores de índices localizados en España, y de supervisión de los administradores, contribuidores y de cuantas personas intervengan en la elaboración de estos índices.

De este modo, durante 2017, la CNMV centró su actividad en la delimitación del ámbito de aplicación del Reglamento 2016/1011. Al tratarse de un espacio no regulado hasta la fecha, fue necesario realizar una labor activa de búsqueda e identificación de los administradores e índices utilizados por las entidades supervisadas españolas. A partir de esta información también se llevaron a cabo actuaciones preparatorias con las entidades identificadas como proveedoras de índices de referencia en España, para facilitar su adaptación a la nueva normativa y su pronta inscripción en el registro centralizado en ESMA. Asimismo, se colaboró con el sector para facilitar y promover la implementación de la nueva normativa y realizar el seguimiento conjunto de la reforma de los índices críticos, Euribor y Eonia.

Adicionalmente, la CNMV ha participado en los colegios de supervisores de los índices declarados cruciales por la Comisión Europea: Euribor y Eonia y del Libor (ya en 2018) junto con una participación activa de la CNMV en los grupos de trabajo internacionales.

6.8 Autoridad de resolución (fase preventiva) de empresas de servicios de inversión

La normativa española de recuperación y resolución ha optado por un modelo que distingue entre funciones de resolución en fase preventiva, que se encomiendan a la CNMV respecto de las empresas de servicios de inversión y al Banco de España respecto de las entidades de crédito, y en fase ejecutiva, que se asignan al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) para ambos tipos de entidades.

Durante 2017 se continuaron elaborando los **planes de resolución** de las empresas de servicios de inversión, habiéndose aplicado los siguientes criterios y pautas de actuación:

– Estrategia. En un supuesto de inviabilidad, la liquidación de acuerdo con un procedimiento concursal ordinario resulta creíble y factible si permite alcanzar

razonablemente y, al menos en la misma medida que un proceso de resolución, los objetivos que establece la Ley de recuperación y resolución en este ámbito.

– Resolubilidad. Algunas de las entidades mantienen un volumen significativo de activos de clientes (efectivo e instrumentos financieros) por lo que, en un supuesto de inviabilidad, la resolubilidad podría verse afectada por dificultades y retrasos en la restitución o el traslado de estos a otras entidades en el curso de una liquidación por procedimientos concursales ordinarios. La CNMV ha propuesto a estas entidades medidas preventivas como la suscripción de acuerdos con terceras entidades cuando se alcancen determinados umbrales de alerta temprana, para que, en caso de inviabilidad, se garantice el traspaso y reembolso de los activos de los clientes, ya sea de forma provisional o definitiva, sin incidencias y en el menor tiempo posible.

– Requisitos mínimos de recursos propios y pasivos admisibles (MREL). En el transcurso de la evaluación de la resolubilidad y elaboración de los planes de resolución, la CNMV también debe analizar si la entidad cuenta con los recursos propios y pasivos admisibles mínimos suficientes para absorber pérdidas y poder llevar a cabo la estrategia, resolución o liquidación elegida. En los casos analizados, no se ha considerado necesaria cuantía adicional alguna para recapitalizar las entidades, dado que la estrategia propuesta ha sido la liquidación por procedimientos concursales ordinarios.

– Obligaciones simplificadas. La normativa permite que la CNMV establezca, para determinadas entidades, obligaciones simplificadas en la elaboración de planes de recuperación y de resolución. Para ello se toman como base indicadores del tamaño, tipo de actividad, riesgo, interconexiones e impacto de la entidad o del grupo en los mercados y en la economía.

El cuadro 6.8.1 muestra el número de planes realizados desde 2016.

Planes de resolución de ESI CUADRO 6.8.1

	2016		2017		Total	
Tipo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo	N.º planes elaborados	Planes con posible obstáculo
Individual	5	–	5	4	10	4
Grupo	2	2	9	4	11	6
Actualización	–	–	1	–	1	–
Total	**7**	**2**	**15**	**8**	**22**	**10**

Fuente: CNMV.

Como se ha indicado en el apartado 6.1, durante el pasado ejercicio todas las empresas de servicios de inversión comprendidas en el ámbito de aplicación de la normativa de resolución presentaron sus **planes de recuperación**. Estos planes han sido revisados de forma independiente por las áreas funcionales de supervisión y de resolución de la CNMV, así como por el FROB —en su calidad de autoridad de resolución en la fase ejecutiva—, y se ha concluido en todos los casos que su contenido no afectaba negativamente a la resolubilidad de las entidades.

La **coordinación entre las autoridades** de resolución españolas queda garantizada de manera institucional ya que la CNMV, a través de su vicepresidencia, forma parte de la comisión rectora del FROB desde la entrada en vigor, en julio de 2015, de la Ley 11/2015. El Banco de España también forma parte de la comisión rectora del FROB.

Un régimen de recuperación y resolución también está en fase de diseño para las **entidades de contrapartida central** (ECC) que se consideran infraestructuras críticas de mercado y entidades de importancia sistémica, lo que hace necesario contar con herramientas apropiadas y medidas para garantizar la continuidad de los servicios cruciales de compensación y para asegurar que puedan ser resueltas de manera ordenada, minimizando los riesgos para la estabilidad financiera y sin perjudicar a los contribuyentes.

En España existe una única ECC para el mercado de derivados y de contado, tanto de renta fija como de renta variable, que el Consejo de Estabilidad Financiera considera sistémica en España y en otras jurisdicciones debido a las interconexiones que presenta a través de sus participantes. Por ello, la CNMV ha estado involucrada en el seguimiento del proyecto normativo europeo, cuya negociación se ha prolongado durante 2017 y, debido a su complejidad, es previsible que continúe durante gran parte de 2018. Además, como medida preparatoria, la CNMV ha iniciado el análisis de la resolubilidad de la ECC española, conforme a los estándares internacionales del FSB y la normativa de resolución en curso.

6.9 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 EAFI, que realmente no pueden tener dinero o valores de clientes— en caso de concurso de acreedores o declaración de insolvencia por parte de la CNMV. La cobertura del fondo se extiende también a los clientes de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) en lo que se refiere a la prestación de servicios de inversión, y 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.

Evolución del número de entidades adheridas al FOGAIN CUADRO 6.9.1

Tipo de entidad	2014	2015	2016	2017
SAV	77	77	81	89
SGC	5	3	2	1
SGIIC	48	56	58	68
SGEIC	–	–	1	2
Total	**130**	**136**	**142**	**160**

Fuente: CNMV

Como se ha indicado, los clientes de las EAFI no están cubiertos por el fondo y tampoco lo están los de las entidades extranjeras que operan en España, salvo que estas

lo hagan a través de alguna sucursal y hayan decidido adherirse al FOGAIN (actualmente no hay ninguna entidad en esta situación). Por tanto, las entidades extranjeras están adheridas a los fondos de garantía de su Estado de origen, cuya cobertura puede no ser igual a la ofrecida en España.

El número de entidades adheridas al FOGAIN ascendía a finales de 2016 a 142, 6 más que el año anterior. En el cuadro 6.9.1 se muestra la distribución por tipo de entidad.

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. Una parte del patrimonio también se invirtió en depósitos bancarios.

El patrimonio del fondo alcanzó al cierre del ejercicio un importe de 88,4 millones de euros, lo que supone un incremento del 10,22% respecto a 2016. Este aumento se produjo como consecuencia de las aportaciones de las entidades adheridas y del rendimiento de las inversiones, así como de los importes recuperados por el FOGAIN durante el año. Así, en 2017 el fondo recuperó 2,13 millones de euros del concurso de acreedores de Interdín Bolsa, SV, S.A., lo que supone aproximadamente el 60% del importe total satisfecho por el FOGAIN a los clientes de dicha entidad.

Ha continuado abierto el proceso de indemnización respecto de aquellas entidades adheridas al FOGAIN en las que se ha dado una situación de insolvencia y aún no ha prescrito el derecho de sus clientes a solicitar una indemnización a dicho fondo (Interdín Bolsa, SV, S.A. y Sebroker Bolsa, AV, S.A., cuya insolvencia se declaró en 2015 y 2010, respectivamente).

En cuanto a las gestiones para recuperar los importes desembolsados, el FOGAIN mantiene su personación activa en los diversos procedimientos judiciales abiertos relativos a los siniestros en los que ha desplegado su cobertura, 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.

Por último, el FOGAIN continúa dando a conocer entre los inversores su cobertura, las entidades cubiertas y los procedimientos para solicitar, en su caso, una indemnización. Este servicio de información a los inversores es otra de las funciones que el fondo tiene legalmente asignadas y lo presta tanto por vía telefónica como a través de su página web (**www.fogain.com**).

7 Atención al inversor

7.1 Reclamaciones

Los inversores pueden presentar ante el Servicio de Reclamaciones de la CNMV quejas por demoras, desatenciones u otras actuaciones deficientes de las entidades financieras, así como reclamaciones por acciones concretas u omisiones que perjudiquen sus derechos o intereses. No obstante, deben acreditar que previamente han formulado tales quejas o reclamaciones ante el servicio de atención al cliente o el defensor del cliente de la entidad sin haber obtenido satisfacción o respuesta en plazo por parte de esta.

En 2017 los inversores presentaron 998 escritos susceptibles de dar lugar a la apertura de un expediente de reclamación. 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).

El descenso en el número de expedientes recibidos se debe, principalmente, a que se ha superado el efecto de la crisis de las preferentes, que había provocado una importante subida en el número de reclamaciones.

Por otra parte, es destacable que la mayor parte de las reclamaciones tramitadas se refieran a cuestiones relacionadas con defectos de información —principalmente, con información posterior—, habiendo disminuido el número de conflictos a la hora de evaluar la adecuación del producto a las características del inversor.

En cuanto al tipo de producto reclamado, aproximadamente un tercio de las reclamaciones presentadas se referían a instituciones de inversión colectiva, mientras que los dos tercios restantes aludían a instrumentos de capital, bonos u obligaciones y derivados financieros.

Finalmente, respecto al tipo de entidad reclamada, los bancos acaparan la práctica totalidad de las reclamaciones recibidas, seguidos de las empresas de servicios de inversión. Dentro de estas últimas se encuentran los expedientes que se refieren a entidades establecidas en otro país de la Unión Europea y registradas en España como sucursales, que ofrecen, principalmente, servicios relacionados con la inversión en productos derivados a través de plataformas.

En el cuadro 7.1.1 se muestran los datos sobre resolución de las reclamaciones tramitadas según el tipo de resolución.

Reclamaciones tramitadas según tipo de resolución

CUADRO 7.1.1

Número de reclamaciones y quejas

	2015		2016		2017		% var.
	N.º	%	N.º	%	N.º	%	17/16
Registradas en el Servicio de Reclamaciones de la CNMV	**1.400**	**–**	**1.205**	**–**	**998**	**–**	**-17,2**
No admitidas a trámite	**547**	**–**	**400**	**–**	**407**	**–**	**1,8**
Tramitadas sin informe final motivado	**213**	**14,1**	**141**	**19,0**	**108**	**16,3**	**-23,4**
Allanamiento o avenimiento	139	9,2	110	14,8	73	11,0	-33,6
Desistimiento	28	1,8	19	2,6	21	3,2	10,5
Fuera de competencias	46	3,0	12	1,6	14	2,1	16,7
Tramitadas con informe final motivado	**1.303**	**85,9**	**602**	**81,0**	**555**	**83,7**	**-7,8**
Informe favorable al reclamante	761	50,2	309	41,6	301	45,4	-2,6
Informe desfavorable al reclamante	542	35,8	293	39,4	254	38,3	-13,3
Total tramitadas	**1.516**	**100,0**	**743**	**100,0**	**663**	**100,0**	**-10,8**
En trámite al cierre del ejercicio	**233**	**–**	**295**	**–**	**223**	**–**	**-24,4**

Fuente: CNMV.

Las causas de reclamación planteadas en las 663 reclamaciones concluidas en 2017 fueron 976[1] y se muestran en el cuadro 7.1.2.

Motivos de las reclamaciones finalizadas en 2017

CUADRO 7.1.2

Servicio de inversión/motivo	Causa	Valores	IIC	Total
Comercialización/ejecución Asesoramiento Gestión de carteras	Conveniencia/idoneidad	94	64	158
	Información previa	116	78	194
	Órdenes de compraventa	107	37	144
	Comisiones	112	46	158
	Traspasos	13	21	34
	Información posterior	143	49	192
	Titularidad	23	8	31
Adquisición *mortis causa*	Conveniencia/idoneidad	4	0	4
	Información previa	4	0	4
	Órdenes de compraventa	1	2	3
	Comisiones	4	0	4
	Traspasos	1	1	2
	Información posterior	14	6	20
	Titularidad	7	12	19
Funcionamiento del SAC		6	3	9
Total		**649**	**327**	**976**

Fuente: CNMV.

1 En un mismo expediente de reclamación pueden darse distintas causas de reclamación.

Resulta destacable el porcentaje de reclamaciones que tuvieron como causa presuntas irregularidades en la información facilitada sobre el producto antes (20,3%) o después (21,7%) de su contratación. Asimismo, atendiendo al producto objeto de reclamación, sobresale la proporción de reclamaciones referidas a instituciones de inversión colectiva (33,5%).

7.2 Consultas

El Servicio de Reclamaciones de la CNMV atiende las consultas de los inversores sobre cuestiones de interés general en relación con los derechos de los usuarios de servicios financieros y los cauces legales para ejercerlos. Estas solicitudes de asesoramiento e información están contempladas en el artículo 2.3 de la Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Asimismo, además de las consultas previstas en la citada Orden ECC/2502/2012, la CNMV asiste a los inversores en la búsqueda de información contenida en los registros públicos oficiales de la propia institución y en otros documentos públicos difundidos por esta. También atiende las consultas o dudas que, dentro del ámbito de los mercados de valores, puedan plantear los inversores.

Como refleja el cuadro 7.2.1 en 2017 se atendieron 11.199 consultas (un 39,5% más que en 2016), de las que la mayoría se realizaron por vía telefónica[2] (88,5%). El segundo medio más utilizado fue la sede electrónica (8,0%), seguido del correo ordinario o presentación a través del registro general (3,6%).

Consultas atendidas según canal de recepción CUADRO 7.2.1

	2015		2016		2017		
	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	N.º	% s/ total	% var. 17/16
Teléfono	6.974	78,7	6.514	81,1	9.907	88,5	52,1
Correo postal	512	5,8	331	4,1	399	3,6	20,5
Formulario/Sede electrónica	1.380	15,6	1.183	14,7	893	8,0	-24,5
Total	**8.866**	**100,0**	**8.028**	**100,0**	**11.199**	**100,0**	**39,5**

Fuente: CNMV.

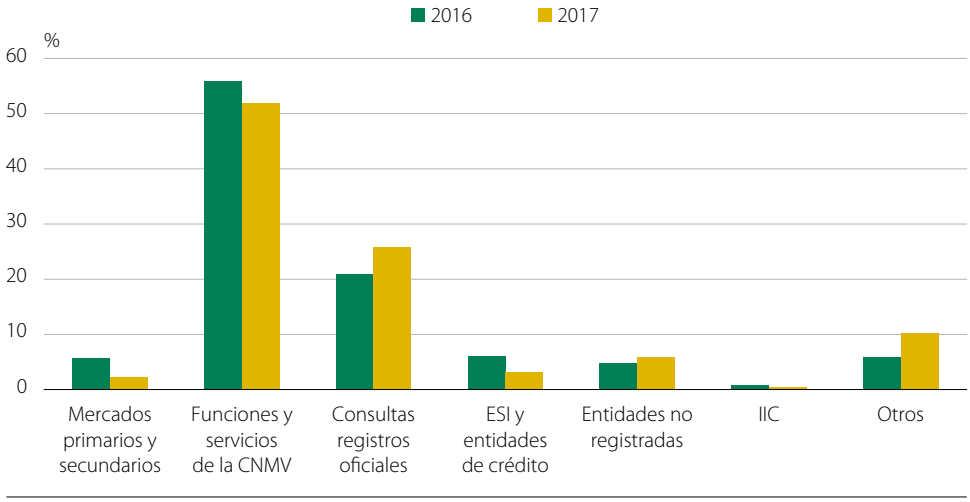
Una de las causas que explican el incremento del número de consultas atendidas en 2017 frente a las de 2016 fue el acuerdo adoptado por la Junta Única de Resolución (JUR) del Banco Popular Español, S.A. Ante la avalancha de consultas al respecto, se elaboró un documento de preguntas y respuestas que se trasladó al centro de llamadas con el fin de atenderlas.

Respecto a los plazos de respuesta, sin tomar en consideración los de las consultas recibidas por teléfono —que se atienden en el mismo momento—, el plazo medio en 2016 fue de 15 días naturales.

2 Las consultas realizadas por vía telefónica son atendidas por los operadores de un centro de llamadas, que se limitan a facilitar información existente en los registros oficiales y en la página web de la CNMV.

En cuanto a los asuntos objeto de consulta, los inversores en muchos casos solicitaron, como en años anteriores, información sobre datos disponibles en los registros oficiales de la CNMV: información de entidades registradas, tarifas por servicios de inversión, hechos relevantes, posiciones cortas, participaciones significativas, comunicaciones de la CNMV, estadísticas y publicaciones, entre otros contenidos de libre acceso al público. Como se aprecia en el gráfico 7.2.1, y como viene siendo habitual, las consultas más numerosas fueron las referidas a las funciones y servicios de la CNMV, destacando las relativas al estado de tramitación de expedientes de reclamación y consultas. Desde el centro de llamadas también se facilitaron a los interesados los teléfonos y datos de contacto de otros organismos cuando la CNMV no tenía competencias en las materias objeto de consulta (estas consultas están catalogadas dentro del apartado «Otros» en el gráfico 7.2.1).

Materias objeto de consulta GRÁFICO 7.2.1



Fuente: CNMV.

Junto con los temas recurrentes, los inversores realizaron otras consultas o quejas sobre cuestiones vinculadas a la coyuntura de los mercados o a determinados acontecimientos, entre las que cabe destacar las siguientes:

– Resolución de Banco Popular Español, S.A.

  Se informó a los interesados acerca de aspectos como los siguientes: i) de que el FROB había adoptado la resolución el 7 de junio de 2017, en ejecución de la decisión adoptada por la JUR, tras ser declarado el banco inviable por el Banco Central Europeo; ii) de la inmediata eficacia de la resolución; iii) de que los titulares de acciones, bonos contingentes convertibles y bonos subordinados del banco perdían la totalidad de sus inversiones; y iv) de que Banco Santander, S.A. había pasado a ser el accionista único del banco. Asimismo, se informó de que la resolución no afectaba ni a los valores emitidos por otras entidades y depositados en el banco, ni al patrimonio de los fondos de inversión comercializados por el banco, ni a aquellos para los que Banco Popular Español, S.A. era su entidad depositaria o cuya sociedad gestora era una entidad del Grupo Banco Popular.

– Datos sobre operaciones, tales como los precios de compra de determinados valores.

  Se informó a los interesados de que la CNMV no dispone de esa información en sus registros públicos. No obstante, se aclaró que las entidades deben mantener los registros de operaciones y conservar el archivo de justificantes de

órdenes por un periodo mínimo de cinco años desde su recepción, y que deben facilitarles esta información siempre que se encuentren dentro de dicho plazo.

– Determinados aspectos sobre la sociedad Abengoa, S.A.: i) presunta manipulación de la cotización de sus acciones entre el 23 y el 31 de marzo; ii) supuesto fomento de compra masiva y manipulación de sus acciones a través de hechos relevantes; y iii) supuestas irregularidades en la ampliación de capital de marzo de 2017 e incumplimiento de los requisitos del folleto informativo de la ampliación, publicado en inglés.

  Se informó a los interesados de que no había constancia de actuaciones tendentes a una posible manipulación del valor de las acciones de este emisor durante el periodo indicado, ni del supuesto fomento de compra masiva o a través de hechos relevantes. En cuanto al idioma del folleto, se recordó que la normativa vigente[3] establece que los folletos que apruebe la CNMV para admisiones a negociación en un mercado secundario oficial se redactarán, a elección de la persona que solicite la admisión, en castellano, en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales o en otro idioma distinto de los anteriores que acepte la CNMV —siendo el inglés una lengua habitual en dicho ámbito.

– Suspensión de cotización de las acciones de Urbas Grupo Financiero, S.A., adoptada el 13 de septiembre tras recibir información sobre una querella de la Fiscalía Anticorrupción presentada por un presunto delito de estafa, delitos relativos al mercado y a los consumidores, y un delito societario de administración desleal.

  En el comunicado del levantamiento de la citada suspensión cautelar de negociación (29 de diciembre) se trasladó a los inversores la importancia de los datos contenidos tanto en la información financiera periódica correspondiente al primer semestre de 2017 como en los hechos relevantes publicados por la sociedad desde la fecha de suspensión de negociación.

– Obligatoriedad de disponer del código LEI.

  Se informó a los interesados de que en España este código debe solicitarse al Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y Bienes Muebles.

– Comisiones de administración y custodia de valores suspendidos o excluidos de cotización.

  Este tipo de consultas son recurrentes. Se traslada a los interesados la importancia de informarse previamente de las comisiones y gastos que las entidades depositarias han previsto en sus folletos de tarifas. Desde la CNMV se considera una buena práctica que las entidades depositarias no cobren comisiones de administración y custodia por acciones de compañías que se encuentran excluidas de cotización y están en situación de inactividad, con independencia del procedimiento de renuncia contemplado en la normativa[4].

---

3 Artículo 23.1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

4 La Circular 7/2001, de 18 de julio, del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores regula un procedimiento de renuncia voluntaria a la llevanza del registro contable para el caso de sociedades excluidas en situación de inactividad.

En el caso de las sociedades suspendidas, las consultas se centraron fundamentalmente en las compañías Nyesa Valores Corporación, S.A., Vértice Trescientos Sesenta Grados, S.A., y Reyal Urbis, S.A. (en liquidación). En cuanto a las excluidas, las consultas versaron fundamentalmente sobre Fergo Aisa, S.A. (en liquidación), la Seda de Barcelona, S.A. (en liquidación), Indo Internacional, S.A. (en liquidación) y Compañía Logística de Hidrocarburos CLH, S.A. (en liquidación).

– Asuntos que no se enmarcan dentro de las competencias que la CNMV tiene atribuidas.

  Cabe destacar las consultas relacionadas con productos o servicios bancarios, o las relativas a seguros o fondos de pensiones. En estos casos, la CNMV traslada los escritos al órgano supervisor competente e informa de ello al interesado. Por otra parte, en las consultas de índole fiscal la CNMV informa a los interesados de que deben ponerse en contacto con la autoridad fiscal competente.

7.3 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de su página web, la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades que no están autorizadas para prestar los servicios de inversión previstos en la norma y que han sido detectadas por la propia Comisión o por otros supervisores[5].

A continuación se resume la información relativa a las advertencias difundidas a lo largo de 2017 (la información detallada aparece en el apartado **Advertencias** de la Sección del inversor en la web de la CNMV):

– 53 advertencias de la CNMV en las que se alertaba sobre otras tantas entidades, en virtud de lo establecido en la Ley del Mercado de Valores[6]. Esta cifra supone un incremento del 51,4% con respecto a las advertencias realizadas por la CNMV en 2016 (35), por lo que se alcanza un número similar a las emitidas por otros organismos supervisores de países de nuestro entorno.

– 447 comunicaciones (441 en 2016) procedentes de organismos supervisores de Estados miembros de la Unión Europea, de las que 418 se referían a entidades no autorizadas y otras 29, incluidas en el apartado «Otras advertencias», a alertas relativas a determinadas conductas o actuaciones irregulares[7].

Como resultado de esta actividad, en el año 2017 se realizaron un total de 500 advertencias (un 5% más que en 2016). Cabe destacar que 4 organismos (22,2% del total), entre los que se encuentra la CNMV, concentran el 77% de las advertencias realizadas.

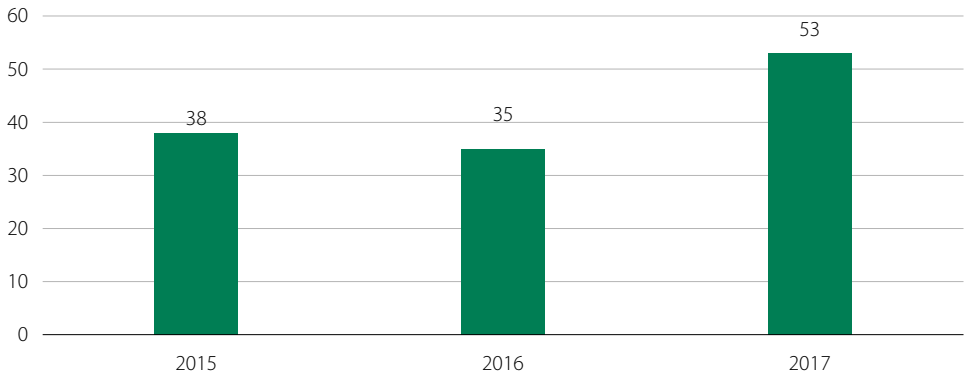
5 Desde febrero de 2018 se ha habilitado la comunicación a la CNMV de posibles infracciones en el ámbito del mercado de valores de forma confidencial, que permite presentar dichas comunicaciones de forma anónima.

6 Artículos 17 y 144 de la Ley del Mercado de Valores.

7 Desde 2010 existe en la **página web de IOSCO** un servicio de alerta sobre entidades no habilitadas en el que se incluyen aquellas advertencias emitidas por los miembros de la organización. Dado que no todas las advertencias emitidas por los miembros de IOSCO se comunican, a su vez, a la CNMV, se recomienda visitar esta web para obtener una mayor información.

El gráfico 7.3.1 muestra la evolución en el número de advertencias sobre entidades no autorizadas realizadas por la CNMV en los tres últimos años.

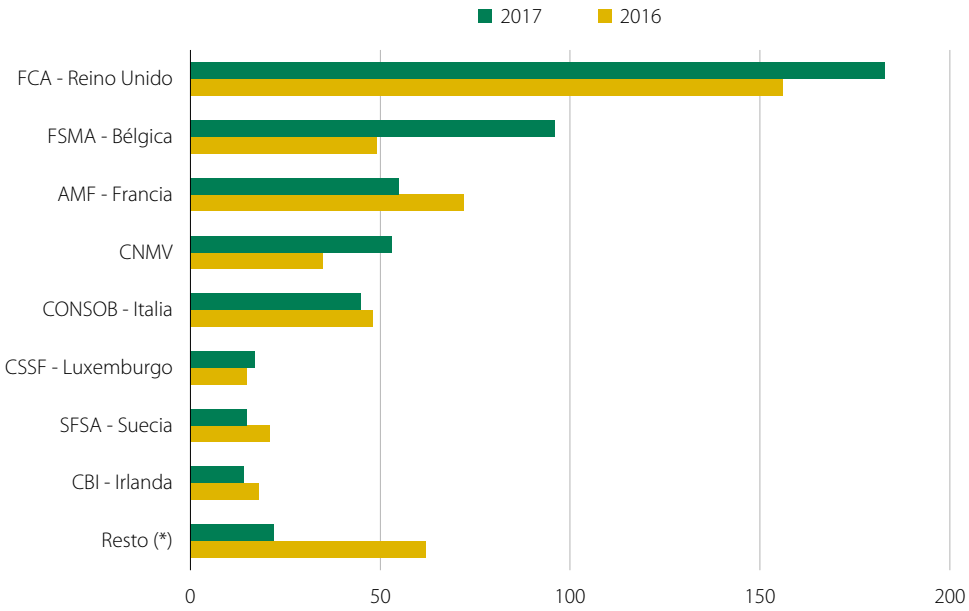
Número de advertencias realizadas por la CNMV sobre entidades no registradas GRÁFICO 7.3.1



Fuente: CNMV.

En el gráfico 7.3.2 se muestra la evolución del número de advertencias procedentes de organismos supervisores de Estados miembros de la Unión Europea. Conviene señalar que la FCA (Reino Unido) y la FSMA (Bélgica) son reguladores con competencias también sobre el sector bancario y asegurador, por lo que las advertencias que emiten incluyen, además, dichos ámbitos.

Número de advertencias procedentes de Estados miembros de la UE sobre entidades no registradas GRÁFICO 7.3.2



(*) 10 organismos supervisores con menos de 12 advertencias en 2017.

Fuente: CNMV.

7.4 Formación del inversor

La CNMV continuó avanzando durante 2017 en el Plan de Educación Financiera, junto con el Banco de España y con el apoyo de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Así, en octubre se renovó el compromiso conjunto del Banco de España y de la CNMV con la firma de un nuevo convenio de colaboración para los próximos cuatro años. El objetivo es, por tanto, continuar con la promoción de la educación financiera y ampliar su alcance, que hasta la fecha se ha centrado especialmente en el colectivo de los jóvenes en edad escolar.

A lo largo del año se trabajó en la identificación de los resultados obtenidos en el periodo 2013-2017 y en la definición de la estrategia futura para el periodo 2018-2021. Dicha estrategia se plasmará en unos objetivos orientados fundamentalmente al establecimiento de un plan de comunicación que incorpore nuevas tecnologías, el conocimiento más exhaustivo de las necesidades en materia de educación financiera del público y el refuerzo de la promoción de la educación financiera entre colectivos sociales específicos (consumidores especialmente vulnerables, deudores en dificultad, personas con bajo nivel de inclusión financiera, etc.).

Otra iniciativa enmarcada en el ámbito del Plan de Educación Financiera que se desarrolló durante el ejercicio fue la celebración, el 2 de octubre, del Día de la Educación Financiera. Con motivo de esta celebración se llevaron a cabo diversas actividades en toda la geografía nacional a lo largo de varios días, con un evento central en el Banco de España que contó con la presencia del Presidente de la CNMV, el Gobernador del Banco de España, la Secretaria de Estado de Economía y el Secretario de Estado de Educación, Formación Profesional y Universidades. Asimismo, se siguió intensificando el contacto con entidades y organismos públicos y privados que colaboran con el plan y se continuó con la promoción activa de la educación financiera en medios de comunicación[8].

Cabe mencionar también que en 2017 se puso en marcha un programa de voluntariado entre los empleados de la CNMV destinado a fomentar su participación en actividades relacionadas con la educación financiera, en cuyo marco participó más del 25% de la plantilla en jornadas formativas, talleres en colegios o programas de radio.

Respecto a los **foros internacionales sobre educación financiera**, la CNMV participó en todos los encuentros y reuniones técnicas de la Red Internacional de Educación Financiera de la OCDE y colaboró activamente en los trabajos desarrollados en ella. Además, como miembro del Comité de Inversores Minoristas de IOSCO (C8), la CNMV participó en los trabajos sobre la vulnerabilidad de los inversores de la tercera edad y la aplicación de las ciencias del comportamiento (*behavioural economics*) a la mejora de la protección del inversor, y avanzó en el desarrollo del marco de competencias básicas de educación financiera.

Por lo que respecta a las **actividades formativas de la CNMV**, además de las realizadas en el ámbito del Plan de Educación Financiera, se desarrollaron otras dirigidas específicamente a los inversores. Así, se publicó la ficha[9] *Mecanismos psicológicos*

8 En este ámbito, destaca la participación semanal en el programa *Las cuentas claras* de Radio 5.

9 La Sección del inversor de la página web de la CNMV ofrece noticias e información de interés para los inversores no profesionales y advertencias al público, así como la posibilidad de descargar y consultar

que intervienen en la toma de decisiones de inversión, que recoge los sesgos más habituales en la toma de decisiones de inversión y los consejos para aminorar su efecto. Además, se inició la revisión y actualización de los contenidos de las fichas y guías para adaptarlas a los cambios normativos y establecer una nueva estrategia de difusión que permita hacer llegar su contenido a todos los inversores e interesados a través de nuevos canales y formatos.

Por último, la CNMV siguió participando en numerosas **conferencias y seminarios formativos** en materias relacionadas con la protección del inversor (UNED, Instituto BME, técnicos de consumo de Castilla-La Mancha y Cataluña) y también participó en el IOSCO/PIFS-HLS Global Certificate Program, en el que se presentó la ya mencionada ficha sobre los mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión.

las fichas y guías del inversor. Adicionalmente, desde la Sección del inversor se pueden formular consultas, reclamaciones, quejas o solicitudes de información.

8 Actuaciones disciplinarias

8.1 Expedientes sancionadores

El 2 de octubre de 2016 entró en vigor la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, que derogaba expresamente la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, así como el Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento del Procedimiento para el Ejercicio de la Potestad Sancionadora. En 2017 la CNMV aplicó a los nuevos expedientes sancionadores incoados las disposiciones de la ley citada, incluido lo previsto en su artículo 85, que permite la terminación del procedimiento por reconocimiento voluntario de responsabilidad por parte del presunto infractor o por pago voluntario, con aplicación de reducciones sobre las multas pecuniarias. Como consecuencia de ello, en ocho de los procedimientos incoados en 2017 los presuntos infractores se acogieron a los supuestos de terminación anticipada, tres de los cuales se resolvieron en el ejercicio. Esto ha contribuido a que, sin perjuicio del plazo de tramitación según la complejidad de cada expediente, el periodo medio de tramitación haya sido de ocho meses.

Durante 2017 el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 16 nuevos expedientes sancionadores, en los que se han imputado un total de 23 presuntas infracciones (véanse cuadros 8.1.1 y 8.1.2). En los expedientes abiertos se contemplaban: una infracción por incumplimiento de normas de conducta en la relación con clientes o inversores, ocho por abuso de mercado (manipulación de mercado y uso de información privilegiada), cuatro por la incorrecta comunicación de participaciones significativas, tres por incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto, una por incumplimientos relacionados con las obligaciones de información de las empresas cotizadas, y el resto por vulneraciones de la normativa general de ESI e IIC.

Expedientes abiertos y concluidos

CUADRO 8.1.1

	2016	2017
N.º expedientes abiertos	**18**	**16**
N.º expedientes concluidos	**23**	**16**
De los cuales:		
abiertos en 2009	–	1
abiertos en 2015	16	1
abiertos en 2016	7	11
abiertos en 2017	–	3

Fuente: CNMV.

Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores CUADRO 8.1.2

		Abiertos		Cerrados	
		2016	2017	2016	2017
Infracciones muy graves		**21**	**14**	**24**	**21**
I.	No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas u operaciones autocartera	1	4	9	1
II.	Incumplimiento de reserva de actividad	1	–	–	1
III.	Incumplimiento de normas de conducta	6	1	5	4
IV.	Incumplimiento de la normativa general de las ESI	6	2	5	3
V.	Incumplimiento de la normativa general de las ECR	1	–	–	1
VI.	Incumplimiento de la normativa general de las IIC	–	2	–	2
VII.	Incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto	2	3	2	3
VIII.	Manipulación de mercado	1	1	–	1
IX.	Información privilegiada	3	1	3	5
Infracciones graves		**7**	**9**	**12**	**8**
I.	Incumplimiento en materia de información anual de sociedades emisoras	–	1	–	–
II.	Incumplimiento en materia de abuso de mercado	1	2	1	1
III.	Incumplimiento en materia de servicio de atención al cliente	–	–	2	–
IV.	Incumplimiento de la normativa general de las ESI	–	1	–	–
V.	Incumplimiento de la normativa general de las IIC	2	1	2	1
VI.	Incumplimiento de la normativa sobre ventas en corto	–	–	2	–
VII.	Información privilegiada	1	–	–	3
VIII.	Manipulación de mercado	3	4	5	3
Infracciones leves		**–**	**–**	**–**	**–**

Fuente: CNMV.

En el curso del ejercicio, la CNMV concluyó 16 expedientes que incluían 29 infracciones —11 iniciados en 2016, 3 en 2017, 1 en 2015 y 1 en 2009[1].

En el cuadro 8.2.1 figura la naturaleza de las infracciones tratadas en expedientes concluidos en 2017 y en el anexo estadístico III.3 se muestra un resumen de las resoluciones adoptadas por la CNMV.

En cuanto a las sanciones, como se indica en el cuadro 8.1.3, se impusieron un total de 27 multas por un importe de 13.964.000 euros y 1 sanción de inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en entidades financieras por un plazo de 5 años.

1 Los dos expedientes iniciados en 2015 y 2009 han estado suspendidos en su tramitación por causa de la existencia de procedimientos penales relacionados con ellos, hasta que recayeron sentencias judiciales firmes.

Sanciones impuestas CUADRO 8.1.3

	2016			2017		
	N.º	Importe[1]	Periodo[2]	N.º	Importe[1]	Periodo[2]
I. Multa	41	10.058	–	27	13.964	–
II. Separación/inhabilitación general	–	–	–	1	–	5
III. Suspensión miembro de mercado	1	–	0,5	–	–	–

Fuente: CNMV. (1) Miles de euros. (2) Años.

El **registro público de sanciones** incorporó en 2017 diversas resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves que se pueden consultar en la **página web de la CNMV**.

8.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones

En 2017 se interpusieron 17 recursos administrativos contra resoluciones sancionadoras ante el Ministerio de Economía y Competitividad (16 de alzada y 1 de reposición), habiéndose desestimado 6 recursos de alzada y 1 de reposición en el mismo ejercicio. Además, el Ministerio desestimó 11 recursos de alzada y 1 de reposición interpuestos en 2016, así como 1 recurso de alzada formulado en 2015, y la CNMV desestimó 1 recurso de reposición interpuesto en 2016 contra un acuerdo de archivo de denuncia (véase cuadro 8.2.1).

En vía judicial, en 2017 se tuvo conocimiento de la interposición de 18 recursos contencioso-administrativos, 15 de ellos contra resoluciones sancionadoras, incluido uno —por el procedimiento especial para la protección de los derechos fundamentales— que ha sido desestimado por la Audiencia Nacional en el mismo ejercicio. Los otros tres recursos se han interpuesto contra el acuerdo de autorización de una OPA, el anuncio de licitación y el pliego de cláusulas administrativas de un expediente de contratación, y la desestimación de una reclamación de responsabilidad patrimonial por la difusión de una advertencia al público, este último desestimado en el mismo ejercicio.

Asimismo, los tribunales resolvieron 32 recursos contencioso-administrativos —19 de ellos interpuestos contra resoluciones sancionadoras— y 10 recursos de casación. De las 19 sentencias dictadas en materia sancionadora por la Audiencia Nacional y los Juzgados Centrales de lo Contencioso-Administrativo, 15 confirmaron íntegramente las resoluciones impugnadas, 2 estimaron el recurso y anularon las resoluciones recurridas, 1 redujo el importe de una de las sanciones y otra anuló 2 de las sanciones impuestas, si bien esta última ha sido recurrida en casación por la Administración. Por su parte, el Tribunal Supremo desestimó 3 recursos de casación interpuestos contra sentencias confirmatorias de resoluciones sancionadoras, y dictó 2 autos y 5 providencias de inadmisión a trámite de sendos recursos de casación, uno de ellos interpuesto por la Administración contra una sentencia de la Audiencia Nacional que anuló una resolución sancionadora en el mismo ejercicio (véanse cuadro 8.2.1 y anexo III.4).

Por lo que se refiere a los procedimientos relativos a resoluciones no sancionadoras, todos los recursos se han resuelto de forma favorable a la CNMV. Destaca, entre las sentencias dictadas por la Audiencia Nacional, la desestimación de un recurso

interpuesto contra la resolución por la que se acordó la baja de una entidad financiera del registro de depositarios de la CNMV. Además se han resuelto —por desistimiento de los recurrentes o por caducidad— cuatro recursos interpuestos contra resoluciones desestimatorias de reclamaciones de responsabilidad patrimonial en relación con la comercialización de participaciones preferentes o deuda subordinada por parte de diversas entidades financieras, así como cinco procedimientos —todos ellos por desistimiento— interpuestos contra la desestimación de una reclamación de responsabilidad patrimonial formulada por una pluralidad de reclamantes contra la CNMV por su actuación en relación con un fondo de inversión.

Asimismo, en cumplimiento del principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a jueces y tribunales, los expertos de la CNMV prestaron asistencia, en el ejercicio de sus funciones, a jueces y tribunales de toda índole. El número de solicitudes de colaboración recibidas en 2017 (186) se mantuvo respecto del total de las cursadas en el ejercicio anterior. 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 (123) correspondió a la jurisdicción civil. Tales peticiones versaron, esencialmente, sobre las siguientes cuestiones: información relativa a la emisión y comercialización de instrumentos financieros; titulización de activos; notificaciones de embargos (cuya competencia corresponde a las sociedades rectoras); resoluciones sancionadoras dictadas en el marco de los expedientes tramitados por la CNMV; identificación de los valores y la titularidad de personas o entidades (cuestión cuyo conocimiento corresponde a las entidades depositarias de dichos valores); información sobre entidades que han infringido la reserva de actividad; y, con carácter general, la 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 2017 CUADRO 8.2.1

	Interpuestos	Resueltos
Recursos administrativos	**17**	**21**
Alzada	16	18
Reposición	1	3
Recursos contencioso-administrativos/casación	**18**	**42**
		Solicitudes tramitadas
Colaboración con tribunales		186

Fuente: CNMV.

8.3 Denuncias

Durante el año 2017 se presentaron en la CNMV un total de siete denuncias, en su mayoría en relación con la conducta de emisores o sociedades cotizadas, además de una sociedad gestora y otro tipo de entidades.

Las materias objeto de denuncia se centraron sustancialmente en presuntos incumplimientos de la normativa relativa al abuso de mercado. En menor medida, se pusieron de manifiesto posibles irregularidades relativas a las obligaciones de información a los inversores, así como a la falta de cumplimiento de los deberes contables.

Por lo que respecta al estado de tramitación a 31 de diciembre de 2017, tras la realización en cada caso de las oportunas actuaciones de investigación llevadas a cabo por la CNMV —cuyo alcance y contenido se encuentra sujeto al deber de secreto—, se concluyó la tramitación de una denuncia, encontrándose el resto pendiente de finalizar.

Denuncias presentadas en 2017

CUADRO 8.3.1

Entidades contra las que se denuncia	**N.º denuncias**
Emisores de valores /sociedades cotizadas	3
Sociedades gestoras	1
Otros	3
Total	**7**
Contenido de las denuncias	**N.º denuncias**
Abuso de mercado	4
Obligaciones de información	1
Obligaciones contables	1
Otros	1
Total	**7**
Situación de las denuncias a 31-12-2017	**N.º denuncias**
En trámite	6
Cerradas	1
Total	**7**

Fuente: CNMV.

9 Actividad internacional

La participación en foros internacionales es parte fundamental del quehacer diario de la CNMV. En particular, y como puede advertirse en las secciones anteriores, la participación en la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) tiene un gran impacto en la labor de supervisión de la CNMV. Por otra parte, la participación en la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y en la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) también ayuda a abordar, de forma global, homogénea y armonizada, los principales retos que presentan la regulación y supervisión de los mercados y sus intervinientes.

En 2017 la actividad de la CNMV en ESMA supuso una mayor dedicación, al haberse producido los nombramientos del Presidente y la Vicepresidenta de la CNMV como miembro del Management Board (Comité Ejecutivo) y presidenta del Comité Permanente de Información Financiera, respectivamente. Por otra parte, más de 100 personas de la institución participaron en 340 reuniones internacionales, excluidas las actividades de formación.

En esta sección se abordan, principalmente, ciertas iniciativas adoptadas por ESMA e IOSCO durante el ejercicio que han contado con una activa participación de la CNMV. En el primer caso, fue relevante el trabajo realizado para abordar las consecuencias de la inminente salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*) y la aplicación, a partir del 3 de enero de 2018, de las dos normas europeas que constituyen las piedras angulares de la normativa de los mercados de capitales: la Directiva MiFID II[1] y el Reglamento MiFIR (paquete normativo MiFID II-MiFIR)[2]. En el caso de IOSCO, junto con el trabajo regular de sus comités permanentes y la intensa colaboración de la organización con el FSB y otras entidades en el desarrollo de la reforma financiera internacional, cabe destacar la atención y el trabajo dedicados a la ciberseguridad y a los aspectos regulatorios relacionados con las criptomonedas.

9.1 Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)

La aplicación, a partir del 3 de enero de 2018, de las dos normas europeas arriba mencionadas requirió, nuevamente, que ESMA dedicase durante 2017 una parte muy importante de sus recursos a que la implementación de esta normativa en los distintos Estados miembros resultase lo más coherente y efectiva posible. Esto dio lugar a la elaboración de un elevado número de directrices, preguntas y respuestas,

1 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

2 Reglamento (UE) n.° 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.° 648/2012.

dictámenes y talleres de trabajo para las autoridades nacionales competentes (ANC) e, incluso, algunos desarrollos normativos aún pendientes. Asimismo, se ha continuado trabajando en la preparación de las bases de datos que requieren esas normas como, por ejemplo, la relativa a los datos de referencia de los instrumentos financieros (FIRDS).

El *brexit* también marcó la actividad de ESMA durante el ejercicio, por los planes de muchas entidades financieras establecidas en el Reino Unido de reubicarse, al menos parcialmente, en otro Estado miembro al objeto de mantener el denominado pasaporte europeo y continuar así disfrutando de la posibilidad de prestar servicios de inversión en la Unión Europea. ESMA adoptó diversas iniciativas, fundamentalmente dirigidas a evitar el arbitraje regulatorio y controlar los posibles riesgos que puedan derivarse para el sistema financiero europeo en este contexto.

Por otra parte, la contribución de ESMA en 2017 al Plan de la Comisión Europea sobre la Unión de los Mercados de Capitales consistió fundamentalmente en participar en los desarrollos normativos que requieren los reglamentos de folletos y de titulizaciones. También se trabajó en el estudio solicitado sobre los rendimientos netos y las comisiones de los productos de inversión destinados a clientes minoristas y se comenzó otro sobre los costes y rendimientos pasados de los productos de inversión destinados a clientes minoristas, seguros y productos de pensiones. Además, ESMA ha contribuido, de manera destacada y en línea con la orientación estratégica definida ya en 2016, al proceso de integración financiera europea gracias a su actividad en el área de la convergencia supervisora, en concreto, mediante la aplicación de su Plan de trabajo sobre convergencia supervisora para 2017.

A continuación se describen las principales actividades y comités de ESMA en los que ha participado la CNMV y, en particular, las actuaciones desarrolladas a lo largo del año con ocasión del *brexit*.

De la labor realizada por ESMA en el contexto del *brexit* cabe destacar, en primer lugar, la emisión de determinadas opiniones sobre gestión de activos, empresas de servicios de inversión y mercados secundarios, dirigidas a las ANC e, indirectamente, a los participantes de los mercados del Reino Unido. Estas opiniones desarrollan una serie de principios generales que tener en cuenta a la hora de evaluar las solicitudes de relocalización en la UE-27 de participantes del mercado británicos. En particular, se abordan los riesgos normativos y de supervisión relacionados con la autorización y ciertos requisitos relativos al gobierno de las entidades y a la delegación o externalización de actividades. Así, de las opiniones mencionadas se derivan las siguientes conclusiones: i) que, sin perjuicio de la libertad de los participantes del mercado de decidir en cuál de los 27 Estados miembros restantes se reubican, esta decisión no se puede adoptar con la intención de evitar estándares normativos y de supervisión más estrictos en otras jurisdicciones; y ii) que las ANC no pueden autorizar basándose sin más en el reconocimiento de autorizaciones de otras ANC con motivo del *brexit*, sino que deben someter las solicitudes que reciban a procedimientos con todas las garantías.

Además, ESMA ha analizado los posibles riesgos que el *brexit* puede conllevar para los mercados financieros de la Unión Europea y está realizando un seguimiento de ellos por si fuera necesario adoptar medidas para garantizar la estabilidad financiera del sistema europeo. Especialmente relevante en este sentido ha sido el debate mantenido en la Unión sobre si las entidades de contrapartida central establecidas en el Reino Unido con elevados volúmenes de compensación en euros debían trasladar

esta actividad a cualquiera de los restantes Estados miembros, para que las autoridades europeas tuviesen capacidad de controlar los riesgos sistémicos que pudieran derivarse de ella.

Por último, se ha creado una red denominada Supervisory Coordination Network en la que las 27 ANC (se excluye a la autoridad británica) se reúnen periódicamente para acordar posiciones comunes respecto a posibles aspectos controvertidos sobre las solicitudes de reubicación de las entidades británicas.

En esta área (*brexit*), la CNMV ha impulsado medidas —en coordinación con otros organismos e instituciones españolas— para atraer empresas y facilitar la relación con ellas. Dichas medidas están encaminadas, no solo a la posible relocalización de negocio radicado actualmente en el Reino Unido, sino también a atraer proyectos de inversión y de crecimiento en la industria financiera europea para los que, hasta hace poco tiempo, difícilmente se consideraban localizaciones alternativas a Londres.

Como parte de las medidas para acoger a aquellas entidades financieras que deseen trasladar todo su negocio o parte de él a España, la CNMV implementó en 2017 un programa dirigido a empresas de servicios de inversión y gestoras, denominado **Welcome Programme**. Como parte de este programa destaca la creación de un único punto de contacto para los interesados, así como la atención personalizada en inglés mediante la asignación de un *coach* de la CNMV que los guiará durante todo el proceso de autorización. También se habilita un proceso de autorización destinado a empresas con sede en el Reino Unido que están supervisadas por las autoridades competentes de ese país, que incluye una fase de preautorización por la que, en dos semanas, se proporciona una indicación respecto de la existencia o no de dificultades significativas y el compromiso de autorizar los proyectos en un plazo máximo de dos meses, si no se han observado dificultades. Además, se incorporan guías detalladas y modelos que pueden facilitar el proceso, y se acepta que toda la documentación relevante se pueda presentar en inglés, sin necesidad de traducción. Toda la información sobre este programa está disponible en la página web de la CNMV.

A lo largo del primer año de vida de este programa se han recibido numerosas solicitudes de información y se han mantenido múltiples contactos con bancos internacionales y entidades financieras radicadas en la *City*. El mayor número de consultas recibidas están relacionadas con empresas de servicios de inversión y gestoras, seguido de las relativas a entidades *fintech* (en este caso, principalmente sobre asesoramiento automatizado).

Otra área relevante en la que ESMA ha trabajado durante 2017 ha sido en la adaptación a la entrada en vigor de la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR. Así, se elaboraron directrices y documentos de preguntas y respuestas, destinados a facilitar su aplicación coherente y promover la coordinación de las ANC en este ámbito. Estas directrices se referían a los requisitos exigibles en la gobernanza de productos, en la evaluación de la idoneidad cuando se prestan servicios de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, y en la evaluación de la idoneidad de los miembros del comité de dirección y otros directivos clave —esto último en colaboración con la EBA.

Por lo que respecta a los documentos de preguntas y respuestas, se publicaron actualizaciones concretando aspectos de la aplicación de MiFID II y MiFIR en relación con los siguiente asuntos: mejor ejecución, idoneidad y conveniencia, registro de

conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas, registros, incentivos, provisión de servicios y actividades de entidades de terceros países, categorías de clientes, instrumentos financieros complejos o información posventa.

También se publicaron nuevas preguntas y respuestas relativas a la provisión de contratos por diferencias (CFD) y otros productos especulativos a inversores minoristas. Dichas preguntas y respuestas tenían relación con el pasaporte y la prestación transfronteriza de servicios por parte de empresas de servicios de inversión que ofrecen estos productos fuera de sus Estados miembros de origen sin la mediación de una sucursal o un agente, habiéndose publicado una declaración en la que se anunciaba la posibilidad de ejercer los poderes de intervención sobre dichos instrumentos.

A este respecto es especialmente reseñable que, con fecha 27 de marzo de 2018, ESMA ha acordado prohibir las opciones binarias y establecer ciertas restricciones a la comercialización de CFD para proteger a los inversores minoristas.

Se trata de la primera vez que se aplica este tipo de medidas excepcionales de intervención de productos financieros previstas en MiFIR (reglamento europeo que forma parte del paquete MiFID II) para proteger a los inversores. Esta norma prevé que ESMA pueda adoptar estas medidas de forma temporal y renovarlas cada tres meses y que, sin embargo, las autoridades nacionales puedan tomarlas de forma permanente. La adopción —en este caso, por parte de ESMA— de estas medidas es especialmente adecuada, ya que se trata de productos con un alto nivel de distribución transfronteriza y por medios electrónicos en toda Europa. También se han adoptado medidas en relación con los CFD con criptomonedas como activo subyacente, a los que se aplican los límites de apalancamiento más exigentes. ESMA y las autoridades nacionales están preocupadas por los riesgos específicos de las criptomonedas, como su falta de transparencia, su complejidad y la falta de fiabilidad de su valoración.

Otros asuntos destacados en los que ha trabajado ESMA son los siguientes:

– **Ventas en corto**. El asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre el Reglamento de ventas en corto[3], centrado en las actividades de creación de mercado, el procedimiento para imponer restricciones de corta duración y la notificación y difusión pública. La CNMV considera que debería incrementarse el grado de transparencia de las posiciones cortas mediante una reducción de los umbrales de notificación al supervisor y estableciendo umbrales diferenciados en función del tamaño de las sociedades cotizadas afectadas.

– **Abuso de mercado**. El dictamen con las condiciones y límites que tener en cuenta para que ciertos contratos de liquidez puedan aceptarse como prácticas de mercado, es decir, como excepciones a la prohibición general de manipulación de mercado. La CNMV aprobó este año una AMP (práctica de mercado aceptada) que se adapta a este dictamen.

– **El segundo test de estrés de entidades de contrapartida central** en la Unión Europea, que consistió en pruebas de resistencia sobre el riesgo de crédito y de liquidez, y en pruebas de resistencia inversa sobre el riesgo de crédito. Se

3 Reglamento (UE) n.° 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.

publicó el informe anual de la evaluación sobre la supervisión de las entidades de contrapartida central europeas, que en 2017 trató los procedimientos de gestión de incumplimientos.

– **Desarrollos normativos del nuevo Reglamento de folletos**[4], con consultas públicas sobre estándares técnicos de regulación respecto de las siguientes áreas: examen y aprobación del folleto, revisión y registro del documento de registro universal y condiciones de pérdida de la condición de emisor frecuente, contenido y formato del nuevo folleto de empresas en crecimiento de la Unión Europea y contenido y formato del folleto (incluido el documento de registro universal–), folleto base y condiciones finales.

ESMA también ha trabajado en el análisis de la innovación en materia financiera, con el propósito de facilitar un enfoque normativo y supervisor coordinado de esta actividad. En particular ha realizado encuestas periódicas entre sus miembros para recopilar datos y extraer conclusiones acerca de la comercialización de productos financieros a inversores minoristas, la innovación financiera y las reclamaciones en los diferentes Estados miembros. Las respuestas de las ANC a la encuesta acerca de sus iniciativas en relación con los distintos facilitadores de innovación, por ejemplo, han permitido al Comité conocer cuáles de sus miembros han establecido portales (*hubs*), entornos de pruebas (*regulatory sandbox*) o aceleradores.

Asimismo se ha trabajado en áreas de innovación financiera como la financiación participativa (*crowdfunding*), las tecnologías de riesgos distribuidos (DLT), las ofertas iniciales de monedas (ICO), las monedas virtuales, el uso de la tecnología para el cumplimiento de las exigencias normativas (*regtech*) y el ejercicio de los poderes de intervención del Reglamento MiFIR. Con relación a la tecnología *blockchain*, ESMA publicó un informe sobre la DLT aplicada a los mercados de valores. Además, se emitieron dos comunicados sobre ICO, uno relativo a los riesgos para los inversores y otro con recomendaciones y reglas dirigidas a las compañías que decidan emitir. Respecto al *regtech*, este Comité está analizando distintas propuestas sobre cómo la aplicación de la tecnología puede facilitar el cumplimiento de los requisitos regulatorios, como las obligaciones en materia de prevención del blanqueo de capitales, la identificación del cliente, la remisión de información o la gestión de riesgos. Por último, se colaboró con el Comité Permanente de Protección al Inversor e Intermediarios (IPISC) de ESMA en el análisis del posible ejercicio de los poderes de intervención respecto a las opciones binarias y los CFD.

Revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera

RECUADRO 16

La Comisión Europea, en línea con la estrategia trazada en su Plan de Acción para alcanzar una Unión de los Mercados de Capitales en 2019, publicó en septiembre una propuesta normativa con la intención de reforzar el marco de supervisión financiero europeo del que forman parte las Autoridades Europeas de Supervisión (ESMA, EBA y EIOPA).

4 Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. Publicado en el *Diario Oficial de la Unión Europea* el 30 de junio.

La propuesta pretende intensificar la convergencia supervisora y extender la supervisión directa de las Autoridades Europeas de Supervisión a algunas materias adicionales de los mercados de capitales; además, se proponen cambios en la gobernanza y financiación de dichas autoridades.

Los principales aspectos de la propuesta en relación con ESMA son los siguientes:

– **Intensificación de la convergencia supervisora**. Una mayor integración financiera requiere dotar a las Autoridades Europeas de Supervisión de recursos más efectivos en este ámbito. Entre los mecanismos que se proponen destacan los siguientes: planes de supervisión estratégicos, manuales de supervisión, evaluaciones independientes, coordinación de la supervisión de los acuerdos de externalización o delegación a terceros países, derecho de iniciativa en casos de mediación vinculante, solicitudes de información a participantes del mercado, mayor participación en las decisiones de equivalencia de terceros países, coordinación en materia de abuso de mercado cuando se trate de operaciones transfronterizas sospechosas, y ciertos cambios en el proceso de redacción de las directrices.

– **Nuevas competencias de supervisión directa**. La Comisión Europea considera que ciertas materias requieren la supervisión directa de una autoridad europea. En concreto, la propuesta atribuye a ESMA competencias directas de supervisión respecto de los proveedores de servicios de suministro de datos y los índices de referencia críticos, así como en relación con determinadas entidades u operaciones provenientes de terceros países (como las entidades de contrapartida central o los folletos de emisores de fuera de la Unión Europea pero elaborados de conformidad con la normativa europea). Adicionalmente —aunque, en este caso, se trata de propuestas que probablemente susciten más debate—, se otorgaría a ESMA la autorización de ciertos folletos (básicamente de valores de renta fija dirigidos a inversores mayoristas, titulizaciones y ciertos emisores especializados) y fondos de inversión colectiva armonizados (EuVECA, EuSEF y ELTIF).

– **Gobernanza y financiación.** La Comisión Europea considera necesario modificar la estructura y financiación de estas autoridades europeas para que puedan cumplir con las competencias atribuidas. Entre sus propuestas destaca, sobre todo, la creación de un nuevo órgano, el consejo ejecutivo, que sustituiría al actual consejo de administración y estaría compuesto por miembros a tiempo completo con facultades para adoptar decisiones en el ámbito de la convergencia supervisora. En cuanto a la financiación, se pretende sustituir las actuales contribuciones procedentes de las ANC por contribuciones individuales anuales a las instituciones financieras.

– **Integración de nuevos objetivos en las Autoridades Europeas de Supervisión**. En concreto, las finanzas sostenibles y *fintech*.

9.2 Junta Europea de Riesgo Sistémico

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) es un órgano independiente constituido en 2010, que tiene a su cargo la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea y cuya finalidad es identificar el riesgo sistémico y, en su caso, prevenir o mitigar su efecto. Su ámbito de actuación es el sistema bancario, las aseguradoras y los fondos de pensiones, los gestores de activos, las entidades y actividades relacionadas con la denominada banca paralela o banca en la sombra (*shadow banking*) y otras instituciones financieras y mercados.

Como miembro de la ESRB, la CNMV participa en el Comité de Asesoramiento Técnico y en varios grupos de expertos que analizan la formación de riesgo sistémico en ámbitos relacionados con los mercados de valores. Asimismo, la CNMV participa en la Junta General de la ESRB a través de un consejero que ostenta representación con voz pero sin voto.

Las cuestiones más destacadas que se trataron en 2017 en las áreas de interés de la CNMV fueron las siguientes: i) el análisis de los riesgos y de las fuentes de incertidumbre más relevantes para la estabilidad financiera de la Unión Europea, ii) la posible formación de riesgo sistémico relacionada con el apalancamiento y los desajustes de liquidez en los fondos de inversión y iii) el riesgo inherente a las actividades y entidades relacionadas con el *shadow banking*.

También, en el ámbito más directamente bancario, se analizó en profundidad el impacto de los activos no productivos (*non-performing loans*) —con una propuesta de medidas para mitigar el riesgo que supone la acumulación de estos activos—, se formalizó un marco de análisis para identificar y evaluar los riesgos derivados del segmento comercial del mercado inmobiliario, y se realizaron varios estudios empíricos con objeto de analizar los riesgos y la interconexión en los mercados de derivados.

La CNMV participó activamente en dos grupos de expertos en los que se centró la actuación de la ESRB: uno relacionado con los fondos de inversión y otro con el *shadow banking*.

En el ámbito de los fondos de inversión, se emitieron unas recomendaciones que buscan mitigar, por un lado, el riesgo sistémico derivado de los desajustes entre la liquidez de las inversiones y el perfil de reembolsos de cada fondo y, por otro, el efecto multiplicador que puede tener el apalancamiento en los periodos de reembolsos masivos. Con este objetivo, se recomienda a los Estados miembros que pongan a disposición de las gestoras de IIC un amplio abanico de medidas para gestionar los reembolsos en situaciones de estrés y que se realicen pruebas de tensión para evaluar las consecuencias potenciales de crisis futuras. Asimismo, la ESRB recomienda que se establezca un reporte armonizado para los diferentes tipos de IIC, de forma que se pueda supervisar de forma efectiva el nivel de apalancamiento en el sistema, se identifiquen los fondos que presentan un mayor riesgo y se establezcan límites macroprudenciales apropiados al apalancamiento de los fondos de inversión alternativa (AIF).

Respecto al *shadow banking*, en la nueva edición del informe *Shadow Banking Monitor* (SBM), la ESRB analiza el crecimiento y los riesgos asociados a los diferentes tipos de entidades y actividades que conforman el sistema financiero no bancario. En dicho informe se destacan como posibles vulnerabilidades el riesgo de contagio y la interconexión entre diferentes sectores financieros, el apalancamiento y el factor procíclico relacionados con el uso de los derivados y las operaciones respaldadas por colaterales,

y la ausencia de información detallada en la categoría de «Otros intermediarios financieros». Asimismo, durante 2017 también se analizaron de forma específica los mecanismos de contagio entre las entidades del *shadow banking* y otros sectores financieros, y se realizó un estudio del uso de derivados por parte de los fondos de inversión.

9.3 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

A lo largo de 2017 IOSCO ha continuado con la implementación de su programa estratégico 2015-2020, en el que cabe destacar la apertura de un centro de formación en Kuala Lumpur —con el fin de aumentar los conocimientos de los técnicos de sus miembros de la región Asia-Pacífico—, así como los trabajos y advertencias sobre criptomonedas y el establecimiento de una red sobre ventas iniciales de criptoactivos (ICO).

En el contexto organizativo destaca la adopción del acuerdo del Consejo de IOSCO de celebrar dos de las tres reuniones anuales en la sede de la organización en Madrid, lo que implica una mayor visibilidad de España en la cooperación internacional relacionada con la regulación y la supervisión financiera. También cabe mencionar la reducción de la duración de las conferencias anuales y la mejora en la eficiencia de las reuniones de los comités, así como las jornadas públicas sobre los mercados de valores, que tienen lugar conjuntamente con la industria.

En el ámbito técnico, el Consejo acordó establecer con carácter anual las prioridades de la organización para el desarrollo de nuevos proyectos de trabajo, con el propósito de buscar una mayor eficiencia. Las prioridades establecidas en 2017 se concentran en las siguientes áreas de actuación: i) el fortalecimiento de la resiliencia estructural de los mercados de capitales; ii) la insuficiencia de datos y los problemas en su intercambio; iii) la aplicación de nuevos conocimientos para la protección y la educación financiera de los inversores; iv) el análisis del papel de los mercados de valores en las ampliaciones de capital y la sostenibilidad; y v) el papel de la regulación en la tecnología financiera y la automatización.

Para establecer las prioridades anuales y para la aprobación de nuevos proyectos de trabajo el Consejo de IOSCO usará el informe anual sobre riesgos que elabora el Comité de Riesgos Emergentes, titulado *Risk Outlook* («Perspectiva de riesgos»).

El Consejo acordó como trabajos prioritarios adicionales para este año el uso de mecanismos para hacer frente a la volatilidad en los mercados secundarios, el análisis de potenciales vulnerabilidades relacionadas con los ETF y las problemáticas surgidas en la comercialización a inversores minoristas de productos financieros complejos.

Al igual que ocurrió en el ejercicio anterior, las iniciativas relacionadas con *fintech* fueron objeto de atención en las reuniones del Consejo y se prevé que materias relacionadas con ellas puedan dar lugar próximamente a propuestas de desarrollo de estándares, guías o recomendaciones.

Es de destacar también la activa participación en el análisis de las propuestas elaboradas por el Grupo de Seguimiento (Monitoring Group)[5] para fortalecer la gobernanza y

5 Forman parte del Grupo de Seguimiento: el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), el Banco Mundial, la Comisión Europea, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), el Foro Internacional de Reguladores Independientes (IFIAR) e IOSCO.

supervisión de los órganos que intervienen en el establecimiento de estándares internacionales de auditoría, en beneficio del interés público. Este grupo lanzó una primera consulta pública en la que se recogen diversas opciones para la mejora de la gobernanza de los organismos que emiten los estándares relativos a los procedimientos de trabajo de los auditores. Se prevé una segunda consulta en 2018, una vez analizadas las respuestas.

En el ámbito de la **cooperación y el intercambio de información** entre reguladores y supervisores de valores, el nuevo Reglamento General de Protección de Datos de la Unión Europea —de entrada en vigor en mayo de 2018— obligó a la creación de un grupo de trabajo conjunto con ESMA para el desarrollo de un acuerdo administrativo que se está negociando con la Autoridad Europea de Protección de Datos. Este acuerdo administrativo permitirá el intercambio de información entre los países de la Unión Europea y terceros países, de acuerdo con las garantías previstas en el citado reglamento.

Por lo que respecta a las **instituciones de inversión colectiva**, es de destacar el informe sobre buenas prácticas en relación con su liquidación y disolución. El informe, relativo a las liquidaciones voluntarias, identifica un total de catorce buenas prácticas agrupadas en cinco apartados (información sobre la posibilidad de liquidación, decisión de proceder a la liquidación, decisión de fusionarse con otros fondos, proceso de liquidación y tipos específicos de fondos de inversión). El objetivo es promover prácticas que tengan en cuenta los intereses y la protección de los inversores durante el proceso de liquidación[6]. Por otra parte, se publicó el cuarto informe bianual sobre fondos de inversión alternativa, que recoge información para facilitar la evaluación de los riesgos sistémicos asociados a la actividad de estos fondos, así como una visión de la evolución de la industria y los desarrollos normativos. Por último, se trabajó en el desarrollo e implementación de las recomendaciones publicadas por el FSB sobre vulnerabilidades en la industria de la gestión de activos.

Asimismo, IOSCO publicó también un informe de investigación sobre *fintech,* centrado en las plataformas de financiación participativa, las plataformas de negociación e inversión para minoristas, las plataformas de negociación para clientes institucionales y las tecnologías de registros distribuidos (DLT, por sus siglas en inglés). Cada una de estas categorías se analiza a través de cuatro prismas: i) la evolución y el tamaño del mercado, ii) los beneficios y las oportunidades, iii) los riesgos y los retos, y iv) la relevancia regulatoria. Se dedica un apartado a las consideraciones regulatorias, dado que la actividad se desarrolla en un ámbito eminentemente transfronterizo pero se regula de manera nacional, lo que puede generar arbitraje y otras asimetrías, especialmente en lo relativo a ciberseguridad. Finalmente, el informe incluye un apartado sobre el desarrollo *fintech* en países emergentes.

9.4 Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) se estructura en torno a tres comités: Standing Committee on Assessment of Vulnerabilities (SCAV), Standing Committee on

6 Aunque el informe se refiere a la liquidación de fondos de inversión, estas buenas prácticas son aplicables en España a las instituciones de inversión colectiva tradicionales (fondos de inversión y SICAV), así como a las instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario, a las de inversión libre o a aquellas que invierten en materias primas.

Supervisory and Regulatory Cooperation (SRC) y Standing Committee on Standards Implementation (SCSI). En este último comité, la CNMV participa de pleno derecho representada a través su Presidente.

En 2017, el FSB continúo desarrollando y aplicando las recomendaciones y requerimientos del G20 en el sector financiero. La presidencia del G20 en 2017 fue asumida por Alemania. Las áreas de actuación del FSB en lo relativo a los mercados de valores fueron las siguientes:

– El *shadow banking* como financiación estable basada en el mercado, de manera que contribuya a la reducción de riesgos desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Los miembros del FSB han reforzado sus medidas de seguimiento continuo, intercambio de datos y análisis en este ámbito.

– Continuación de las reformas de los mercados de derivados OTC, al objeto de que el sistema sea más transparente y robusto y esté más orientado al servicio a la economía real. El uso de entidades de contrapartida central (ECC) para la compensación centralizada de las transacciones de derivados OTC ha incrementado la importancia sistémica de estas entidades, lo que ha obligado a poner el acento especialmente en su resistencia. En este sentido, el FSB coordinó la elaboración de unas guías de resolución de ECC y proporcionó directrices sobre su resistencia y recuperación.

– Minimización de los riesgos asociados a la gestión de activos, en particular aquellos provenientes de eventuales desfases de liquidez. Las recomendaciones elaboradas por el FSB a tal efecto requieren una evaluación que garantice su implementación.

– Iniciativas para abordar las causas subyacentes de conducta inapropiada en los mercados financieros, fomentando la responsabilidad individual de los participantes y el alineamiento de sus incentivos.

– Recomendaciones para el desglose de la información a inversores, prestamistas y aseguradores sobre los riesgos relacionados con el cambio climático. El FSB tiene la intención de promover la rápida adopción de estas recomendaciones a lo largo de 2018.

– Evaluación de los riesgos asociados a *fintech* y a la ciberseguridad, de la que se extraen dos conclusiones principales. Por un lado, se constata la limitada importancia sistémica del sector *fintech* por el momento, así como la necesidad de vigilar continuamente su evolución y sus interdependencias con los restantes mercados financieros. Por otro lado, debido al significativo aumento de la posibilidad de ciberataques —fruto de la continua digitalización del sector financiero— el FSB ha decidido promover la adopción de prácticas comunes entre los miembros del G20.

– Evaluación continua de la implementación y los efectos de las reformas financieras, con particular énfasis en la liquidez del mercado y en las consecuencias en las economías emergentes.

Una de las áreas prioritarias del FSB es el seguimiento de la implementación de los regímenes de resolución, que se realiza a través del Resolution Steering Group (ReSG). La CNMV participa en uno de sus grupos de trabajo, el relativo

a gestión de crisis transfronteriza de infraestructuras de mercados financieros (fmiCBCM), que en 2017 publicó la una guía sobre resolución y planificación de la resolución de ECC y comenzó a trabajar sobre los recursos financieros y el tratamiento del capital de las ECC en resolución.

Durante 2017 la CNMV también participó en la elaboración de los principios sobre la ejecución de la recapitalización interna (*Principles on Bail in Execution*), que elabora el grupo de trabajo de crisis transfronteriza de bancos (CBCM). Se pretende completar y enriquecer el documento con la perspectiva de los reguladores de valores, debido a las implicaciones e interacciones que la aplicación de esta estrategia de resolución tiene en los mercados[7].

En cuanto al Comité de Implementación de Estándares (SCSI) del FSB, del que forma parte el Presidente de la CNMV, sus principales líneas de actuación son las siguientes: i) asegurar la implementación de los estándares financieros internacionales acordados por el G20 y el FSB; ii) informar al plenario del FSB, e indirectamente al G20, sobre el grado de implementación de los estándares en cada una de las jurisdicciones miembros; iii) realizar las denominadas revisiones entre pares (*peer reviews*) temáticas o de país entre sus miembros; y iv) fomentar la adhesión global a los estándares de regulación prudencial y de supervisión convalidados por el FSB y elaborados por las organizaciones emisoras de estándares, como IOSCO o el Comité de Basilea. A lo largo de 2017 el SCSI abordó, entre otros, los temas siguientes: i) la finalización del informe sobre las reformas de los mercados OTC y la identificación de nuevas áreas (implementación del código LEI e incentivos a la compensación centralizada de derivados OTC) en próximos ejercicios de *peer review* temáticos; ii) las *peer reviews* de Brasil, Argentina, Francia, Corea del Sur, Hong Kong y Singapur, en las que han sido asuntos recurrentes la gestión de la crisis, la resolución de entidades financieras y la política macroprudencial; y iii) la evaluación del impacto de las reformas financieras implementadas tanto en las entidades financieras como en la economía real.

La CNMV también participa en el grupo de expertos que tiene como objetivo la identificación de las principales entidades y actividades relacionadas con el *shadow banking* y su cuantificación (SBEG). Este grupo elabora desde 2011 el informe anual *Global Shadow Banking Monitoring Report*, que describe las tendencias y los riesgos más relevantes relacionados con la financiación no bancaria. Este informe se elabora con la información que envía cada jurisdicción participante en el grupo sobre el tamaño de su sistema financiero y las actividades que se pueden considerar *shadow banking*. En este sentido, la CNMV no solo elabora y aporta las series de datos acerca de sus entidades supervisadas, sino que contribuye con una valoración de los riesgos que generan estas entidades para la estabilidad financiera, así como con una descripción de las medidas más importantes que se adoptan para mitigarlos.

7 El Comité Consultivo de la CNMV emitió un informe sobre este documento durante la fase de su consulta pública.

Fondo Monetario Internacional. Programa de Evaluación del Sector Financiero (Financial Sector Assessment Program, FSAP)

RECUADRO 17

En 2017 la estabilidad del sistema financiero de España fue evaluada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) como parte de su Programa de Evaluación del Sector Financiero (Financial Sector Assessment Program, FSAP).

El FSAP es el instrumento utilizado por el FMI para identificar fuentes de riesgo sistémico, así como para sugerir políticas que refuercen la resistencia del sistema financiero ante eventuales efectos de choque y contagio.

En países con un sector financiero considerado por el FMI como importante desde el punto de vista sistémico, el FSAP forma parte de la revisión periódica de la economía nacional que este organismo realizay que, según el acuerdo adoptado por los miembros del G20/FSB, debería realizarse cada cinco años.

Dada la creciente importancia de los mercados de capitales en la generación y transmisión de riesgo para la estabilidad financiera, la CNMV tuvo un papel relevante en el ejercicio de evaluación del FSAP, en una actuación coordinada con otras autoridades: el Banco de España, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), bajo la dirección de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

A continuación se señalan las recomendaciones más relevantes dirigidas a la CNMV o directamente relacionadas con su ámbito de actuación:

- Favorecer el desarrollo de la financiación basada en el mercado, reduciendo la dependencia de la financiación bancaria a través de la oferta de productos financieros no bancarios para empresas y familias.

- Reforzar la capacidad de vigilancia y análisis de los vínculos macrofinancieros, la conectividad entre los diferentes sectores financieros y los efectos indirectos transfronterizos, así como la recogida de datos que permitan el análisis anterior.

- Establecimiento de un Consejo de Riesgo Sistémico que pueda actuar como la futura autoridad macroprudencial y que se encargue de la coordinación entre las autoridades supervisoras del seguimiento de los factores desencadenantes del riesgo sistémico.

- Ampliación de los instrumentos macroprudenciales para abordar los riesgos derivados de la exposición al sector inmobiliario.

- Mayor atención supervisora sobre las prácticas de gobierno corporativo tanto de las entidades de crédito como de las no bancarias.

En lo que se refiere a la evaluación de la implementación de las recomendaciones del FSAP de 2012 específicamente dirigidas a la CNMV, el FMI ha constatado el reforzamiento de la capacidad de supervisión por parte de la CNMV de los proveedores de servicios de inversión a través de inspecciones

in situ, así como de las facultades exclusivas para su autorización y sanción. También ha verificado el reforzamiento de sus capacidades de seguimiento y monitorización del riesgo sistémico y de las amenazas a la estabilidad financiera, con la puesta a disposición del público de sus *Notas de Estabilidad Financiera* y la publicación regular de su indicador de estrés del sistema financiero español. Por último, si bien el FMI valora positivamente el uso proactivo de su capacidad sancionadora en caso de infracciones de normas de conducta, señala la existencia todavía de una autonomía limitada en la gestión de sus recursos humanos.

Finalmente, y en el marco de los objetivos de la presidencia de Argentina del G20 en 2018, conviene señalar que las actividades del FSB durante dicho ejercicio seguirán las siguientes líneas de actuación: i) supervisión continua de los riesgos emergentes, particularmente los derivados de los criptoactivos, que requieren de una actuación coordinada por parte de las diferentes organizaciones internacionales; ii) finalización de las reformas financieras prioritarias para el G20 antes de la cumbre de líderes a finales de 2018[8]; iii) evaluación estratégica para asegurar que el programa de reformas financieras se aplica de manera eficiente, coherente y efectiva. Las dos primeras evaluaciones que se van a desarrollar en 2018 son las relativas a la intermediación financiera, con especial atención a la financiación de infraestructuras y a los incentivos para los participantes en los mercados a la hora de compensar centralizadamente las transacciones de derivados OTC.

9.5 Otros foros internacionales

La **Asociación de Reguladores del Mediterráneo** presentó en su reunión anual de presidentes, celebrada en Rabat, las distintas propuestas legislativas e informó sobre el estado actual y las perspectivas en la evolución de las diferentes economías. Como viene siendo habitual, se expusieron las actividades realizadas como consecuencia de la reforma financiera global, auspiciada por el G20 y el FSB, así como las propuestas y planes de trabajo previstos para el año y otras recomendaciones provenientes de estos foros. Los países del sur del Mediterráneo destacaron su apuesta por los programas de sostenibilidad y financiación verde. Se presentaron también las actividades realizadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la legislación adoptada por la Unión Europea sobre inversión colectiva, información financiera y cooperación e intercambio de información sobre operaciones de abuso de mercado. Además, se presentaron los trabajos, actividades y propuestas de IOSCO sobre el trabajo del Comité de Mercados Emergentes y en Desarrollo, consecuencia de las prioridades del G20 sobre financiación de la economía real.

El **Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores** (IIMV) llevó a cabo diversas actividades que comprenden cursos de formación *in situ*, cursos a distancia y actuaciones presenciales, con la asistencia de más de 250 personas —sin contar los asistentes a las conferencias organizadas con motivo de la celebración del Consejo del IIMV en Santo Domingo—. Además de sus cursos ordinarios sobre supervisión e

8 Basilea III, *correspondent banking, misconduct, market-based finance, CCP resolution, cyber incidents, climate-related financial risks.*

inspección en diversas áreas del mercado de valores, el IIMV hizo hincapié en el gobierno corporativo y en *fintech*, en concreto en lo relativo a las plataformas de financiación participativa y a la ciberseguridad. Los dos cursos a distancia, que ya se han consolidado como una actividad recurrente, versarán sobre las normas internacionales de información financiera (NIIF) y sobre gobierno corporativo respectivamente. También cabe resaltar el estudio sobre la financiación de las pymes a través de mercados de capitales en Iberoamérica, que se presentó en Guayaquil y en Lima. Por otra parte, las tres revistas publicadas por el IIMV en 2017 se centraron en la financiación de las empresas a través de los mercados, la transparencia en los mercados y las plataformas participativas de financiación.

9.6 Colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras

Tal y como viene ocurriendo en los últimos años, en 2017 se registró un incremento general de las actuaciones de colaboración e intercambio de información con autoridades extranjeras, en particular de aquellas remitidas por la CNMV. Se registraron 106 solicitudes de asistencia procedentes de supervisores de otros Estados (110 en 2016 y 68 en 2015) y 96 solicitudes remitidas por la CNMV a instituciones análogas en el extranjero (63 en 2016 y 25 en 2015). La mayoría de las colaboraciones se concretaron en el envío de información o en la realización de actuaciones investigadoras sobre operaciones transfronterizas supuestamente constitutivas de abuso de mercado (39 solicitudes enviadas y 16 recibidas), así como en el intercambio de información destinada a verificar la idoneidad y honorabilidad de las entidades y los sujetos regulados (38 solicitudes recibidas y 48 enviadas).

III CNMV: Aspectos institucionales, organizativos y económicos

Esta tercera parte del Informe anual se refiere a aspectos institucionales, organizativos y económicos.

En primer lugar se hace referencia a las líneas estratégicas que guiaron la actividad de la institución durante 2017, recogidas en el Plan de actividades para ese ejercicio y que han sido confirmadas en el de 2018, añadiendo una línea adicional para reflejar el creciente impacto de los desarrollos tecnológicos en los servicios financieros: i) atención prioritaria a la supervisión y promoción de la transparencia del mercado, ii) potenciación del atractivo y la competitividad de los mercados de valores españoles, iii) impulso del análisis y seguimiento de la estabilidad financiera en materias relacionadas con los mercados de capitales y iv) refuerzo de la educación financiera y la atención de los inversores.

En lo que respecta a los recursos humanos, cabe destacar la incorporación de 20 nuevos técnicos como resultado del proceso de selección ordinario realizado en el segundo semestre de 2016, así como la convocatoria para cubrir 10 plazas de carácter técnico especializado y la autorización definitiva de 40 plazas de la Oferta de Empleo Público del año 2017. Estas dos convocatorias han de permitir no solo recuperar el capital humano perdido en ejercicios anteriores, sino también reforzarlo moderadamente para afrontar en mejores condiciones una tarea supervisora cuya magnitud y complejidad técnica no cesan de aumentar. Además, la CNMV ha seguido dedicando una atención prioritaria a la formación de su personal, cuya cualificación es clave dado el ámbito altamente especializado de sus actividades y las características del sector sujeto a supervisión.

En relación con la organización interna, se da cuenta de las novedades recogidas mediante modificaciones del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, tales como el cambio de estructura de la Dirección General del Servicio Jurídico.

También se detallan en esta parte del informe las mejoras introducidas en los sistemas de información, orientadas, por un lado, a la renovación de las infraestructuras técnicas centrales y, por otro, a potenciar la seguridad y la continuidad de las diferentes instalaciones.

Igualmente se hace referencia a las actividades del Comité Consultivo durante el año, en el que hubo un aumento considerable de los informes preceptivos emitidos, relacionado con la mayor actividad de publicación de guías técnicas y documentos con criterios y recomendaciones por parte de la CNMV.

10 Estrategia de la CNMV

10.1 Plan de actividades 2018 y líneas estratégicas de la CNMV 2017-2018

La CNMV presentó el 14 de febrero de 2018 el Plan de actividades correspondiente a dicho ejercicio. El plan, previamente sometido a la consideración del Comité Consultivo de la CNMV, detalla 50 objetivos para el año, pero también incluye una revisión del grado de cumplimiento de los compromisos asumidos en el plan del ejercicio anterior. Concretamente, explica que se ha completado el 86% de los objetivos previstos, porcentaje algo más alto que en años anteriores (79% en 2015 y 82% en 2016).

Entre los objetivos cumplidos destacan, por su relevancia, la aprobación de las guías técnicas sobre comisiones de auditoría y formación de redes de venta. Estas guías son un ejemplo de la intensificación de la política seguida por la CNMV en los últimos años, que pretende incrementar la transparencia sobre sus pautas de actuación y facilitar el cumplimiento de la regulación por parte de los supervisados.

Por otra parte, con el objetivo de fomentar la innovación en el sector financiero, la CNMV lanzó un Portal *FinTech* para ayudar a los promotores y entidades financieras con los aspectos normativos que pueden afectar a sus proyectos y crear un espacio informal de comunicación sobre sus iniciativas en este ámbito. Los datos de la actividad de este portal, que ha tenido muy buena acogida, pueden consultarse en el recuadro 18.

Los objetivos pendientes de cumplir suponen tan solo el 14% del total de objetivos previstos para el año 2017. En algunos casos, la falta de cumplimiento vino motivada por el retraso en la aprobación de la normativa nacional relacionada, como ocurre con el objetivo de modificar la Circular 5/2013 —que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo— o por la necesidad de incorporar ciertas novedades derivadas de nueva normativa europea, como es el caso de la revisión crítica de las guías de emisiones.

En cualquier caso, muchos de los objetivos pendientes de cumplimiento están ya en marcha y cuentan con un grado de avance significativo.

Con ocasión de la elaboración del Plan de actividades 2017 se optó por definir las líneas estratégicas de la CNMV de forma bianual, por lo que en 2018 no se elaboraron nuevas líneas sino que se revisó y confirmó la validez de las ya definidas, añadiéndose, como ya se ha señalado, una adicional para reflejar el creciente impacto de los desarrollos tecnológicos en los servicios financieros. Las líneas estratégicas de la CNMV, incluida esta última, son las siguientes:

Atención prioritaria a la supervisión y promoción de la transparencia del mercado

La CNMV ha de dedicar especial atención a los aspectos relacionados con la mejora de la transparencia de los mercados, el correcto funcionamiento de sus infraestructuras y el cumplimiento de las normas más relevantes en materia de conducta y protección de los inversores. El objetivo esencial tiene que ser reforzar, a través del ejercicio riguroso de las facultades de supervisión, la percepción general del mercado español como un mercado íntegro.

Ha de mantenerse el rigor en la supervisión del cumplimiento de las normas relativas a la información financiera de las sociedades emisoras, ponerse el acento en la lucha contra el abuso de mercado y prestar especial atención al correcto funcionamiento de las infraestructuras de los mercados y a la información que los emisores o las entidades que prestan servicios de inversión suministren al inversor minorista.

De forma paralela, la CNMV ha de continuar dando seguimiento al gobierno corporativo de las empresas cotizadas, con el objetivo de seguir contribuyendo a la mejora de la cultura de las empresas en este aspecto.

Finalmente, la CNMV ha de seguir publicando guías técnicas y criterios para incrementar la transparencia sobre sus pautas de actuación y facilitar el cumplimiento de la regulación por parte de los supervisados, además de seguir trabajando para lograr una interacción fluida con el sector, orientada a que el proceso de adaptación a la nueva normativa europea se realice de manera eficiente.

Potenciación del atractivo y la competitividad de los mercados de valores españoles

La CNMV debe trabajar de forma coordinada con el sector para promover la confianza en los mercados de valores españoles como fuente de financiación de las empresas, e impulsar un marco normativo competitivo y estable. Para ello, es necesario dedicar esfuerzos a reforzar las decisiones sobre política regulatoria mediante un análisis riguroso de la realidad nacional e internacional subyacente.

Durante 2017 la CNMV trabajó intensamente tanto en la preparación de la institución como en la del sector para la aplicación de la nueva normativa europea, a la vez que prestaba especial atención a su función de asesoramiento al Gobierno y al Ministerio de Economía, Industria y Competitividad en materias relacionadas con los mercados de valores y, concretamente, en la adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva MiFID II y a la nueva regulación europea de abuso de mercado, con el fin de contribuir a la claridad y seguridad jurídica, y de favorecer la simplificación normativa. El esfuerzo en este ámbito seguirá siendo prioritario en 2018.

Asimismo, es esencial que la CNMV siga colaborando con el resto de supervisores europeos para que la implantación de la normativa europea se produzca lo más homogéneamente posible, de manera que se dificulten posibles arbitrajes regulatorios o supervisores entre países.

Por otro lado, la CNMV, en coordinación con otros organismos e instituciones, ha de continuar impulsando medidas e iniciativas que permitan atraer a España negocio financiero. Entre otras actuaciones, es importante apoyar las iniciativas de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y contribuir a que el

hecho de que la sede de esta importante organización internacional esté en Madrid tenga mayor impacto y visibilidad.

Finalmente, para seguir desempeñando sus funciones y responsabilidades como organismo supervisor de forma eficaz y eficiente, la CNMV ha de seguir impulsando la inversión en tecnología, el proyecto de adaptación a la administración electrónica y la digitalización de la documentación.

Impulso del análisis y seguimiento de la estabilidad financiera en materias relacionadas con los mercados de capitales

La crisis financiera puso de manifiesto la creciente interdependencia entre la estabilidad financiera y los mercados de capitales. Por este motivo, gran parte de los trabajos que prioritariamente está desarrollando el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) se han centrado en los mercados de valores.

La CNMV participa de forma activa en IOSCO y en el FSB. Asimismo, en el ámbito europeo, es miembro de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), en cuyo mandato se encuentra también el mantenimiento de la estabilidad financiera, y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), que en sus recomendaciones ha puesto de manifiesto la necesidad de que los Estados miembros de la Unión Europea se doten de un marco de actuación y de herramientas a nivel macro, estableciendo, a tal efecto, autoridades macroprudenciales.

Dada la relevancia de estas cuestiones, la CNMV debe impulsar el análisis y seguimiento de los aspectos del mercado de valores con potenciales repercusiones para la estabilidad financiera.

Refuerzo de la educación financiera y la atención de los inversores

En línea con los trabajos llevados a cabo en los últimos años, la CNMV ha de continuar dedicando una atención prioritaria al Plan de Educación Financiera, una iniciativa desarrollada conjuntamente con el Banco de España y que cuenta con el apoyo de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

La progresiva complejidad de los mercados, de las relaciones financieras entre los individuos y las empresas, y de los propios productos y servicios financieros, ponen de manifiesto la importancia de concienciar a la población acerca de la importancia de la educación financiera en todas las etapas de la vida y de destacar el valor de este tipo de educación como elemento de estabilidad y protección del consumidor financiero.

Por este motivo, en octubre de 2017 se renovó el compromiso conjunto del Banco de España y de la CNMV con la firma de un nuevo convenio, y se está trabajando, tras analizar los resultados obtenidos hasta el momento, en la definición detallada de la estrategia futura del plan para el periodo 2018-2021.

De forma paralela, la CNMV debe seguir prestando especial atención al sistema de gestión de las reclamaciones que llegan al organismo. A la luz de la entrada en vigor de la Ley 7/2017 relativa a la resolución alternativa de litigios en materia de consumo en noviembre de 2017, la CNMV está colaborando con el Gobierno y el resto de

supervisores financieros nacionales para articular un sistema capaz de proporcionar mayor satisfacción a los consumidores financieros.

Fomento del desarrollo tecnológico y la prevención de sus potenciales riesgos asociados

En los últimos años se ha producido un espectacular incremento de la tasa de inversión en tecnología y servicios digitales. El ritmo de la innovación y digitalización ha aumentado exponencialmente y, aunque este fenómeno no es de reciente aparición, está modificando profundamente la sociedad y el mundo empresarial. El sector financiero no es ajeno a estos cambios. No solo es uno de los mayores usuarios de tecnologías digitales, sino que representa hoy un importante motor en la transformación digital de la economía y de la sociedad en su conjunto. Paradigma de ello son las empresas *fintech* (de la expresión inglesa *financial technology*), que han transformado el modo en que se producen y entregan los servicios financieros, implementando modelos que utilizan soluciones disruptivas basadas en nuevas tecnologías como la identificación digital, el Big Data, la inteligencia artificial o la tecnología de libro descentralizado (*distributed ledger technology*).

Las nuevas tecnologías financieras representan una oportunidad para mejorar la industria de los servicios financieros y los mercados de valores en general y, desde el punto de vista de la CNMV, para optimizar la interacción con los administrados y los supervisados. Por ello se han invertido considerables medios técnicos que han permitido que en la actualidad más del 85% de los registros de entrada se reciban a través de medios electrónicos. Pero estas tecnologías también suponen un reto para los reguladores y los supervisores, que tienen que evaluar los riesgos para el cumplimiento de los objetivos de protección del inversor, transparencia y funcionamiento ordenado del mercado. De hecho, ya se han empezado a desarrollar iniciativas en este campo, tanto en el ámbito de las organizaciones internacionales (ESMA e IOSCO) como a escala nacional.

En este contexto, la CNMV está siguiendo muy de cerca los desarrollos en esta materia y sus implicaciones, desde un punto de vista basado en el fomento de la innovación, especialmente respecto de aquellos modelos de negocio más orientados al inversor final, que permitan una prestación más eficiente de los servicios financieros. Siguiendo este enfoque, y con el objetivo de tener un conocimiento más cercano de las novedades digitales aplicadas en nuestros mercados y de prestar asesoramiento a las empresas innovadoras acerca de la normativa aplicable, la CNMV puso en marcha su Portal *FinTech* en diciembre de 2016 (véase recuadro 18).

Durante 2018 podría articularse normativamente, a nivel nacional o incluso europeo, la posibilidad de bancos de pruebas regulatorios (*sandboxes*) en uno o varios ámbitos. Desde la CNMV se está prestando atención a este posible desarrollo, que podría ser muy positivo para fomentar la innovación.

Además, la CNMV debe fijar criterios de aplicación de la normativa existente y colaborar en los análisis acerca de una posible nueva regulación relativa a fenómenos como las criptomonedas o las ICO (*initial coin offerings*). Se trata de asegurar que los inversores gozan de los niveles de protección adecuados sin lastrar el desarrollo de nuevas ideas o proyectos que puedan ser de utilidad. Respecto de esta tarea, es fundamental la cooperación con otros organismos supervisores tanto nacionales como internacionales.

La CNMV reconoce la relevancia de los riesgos relativos a la ciberseguridad, incluido el de eventuales ataques cibernéticos, con sus posibles implicaciones para la integridad del mercado y la protección de datos de carácter personal. Por ello incrementará el seguimiento de los aspectos relacionados con los desarrollos tecnológicos en los mercados, trabajando para que la tecnología utilizada por los intervinientes en ellos sea resistente a los riesgos cibernéticos. Además, la institución participa activamente en los grupos de trabajo internacionales que están tratando esta cuestión. Por otra parte, se impulsará la adopción de medidas por parte de los gestores de infraestructuras de los mercados y los responsables de entidades supervisadas para elevar los estándares en materia de ciberseguridad. En este ámbito, en todo caso, es importante lo relacionado con la protección de datos de carácter personal, incluida la aplicación del nuevo Reglamento General de Protección de Datos, prevista para mayo de 2018.

La CNMV tiene igualmente previsto instaurar un plan de calidad del *software* que, a través de procedimientos estructurados, contribuya a aumentar la calidad de los sistemas y sirva de base para la contratación de *software* de terceros. El objetivo es también disponer de sistemas y herramientas informáticas de calidad que permitan hacer un seguimiento de los aspectos relacionados con los desarrollos tecnológicos.

Teniendo en cuenta lo anterior, la CNMV considera importante dotar a su personal técnico de competencias y conocimientos para abordar los retos que plantea este nuevo escenario, y tendrá en cuenta la conveniencia de que la educación financiera de los inversores —entendida como el conjunto de habilidades y conocimientos que permiten a un individuo tomar decisiones informadas acerca de todos sus recursos financieros— incluya también el entendimiento de las implicaciones que se derivan de las nuevas tecnologías.

Actividad del Portal *FinTech*

RECUADRO 18

La actividad *fintech* (contracción de la expresión *Financial Technology*) consiste en la aplicación de las nuevas tecnologías a los servicios financieros. Dicha aplicación es susceptible de proporcionar valor añadido a los clientes tanto mediante ganancias de eficiencia como a través de genuinas innovaciones financieras que permiten prestar servicios novedosos y útiles a los clientes.

La innovación financiera es un factor de la modernización y democratización de los servicios financieros y de impulso del crecimiento económico. Las nuevas tecnologías permiten proponer nuevas opciones de inversión y de ahorro a inversores en cualquier parte del mundo, a través de vías no reguladas hasta ahora. Este potencial representa, por un lado, una oportunidad para mejorar el funcionamiento de los mercados a través de modelos de negocio más orientados al inversor final y, por otro, una prestación más eficiente de los servicios financieros y una mejora de la competitividad de los mercados.

En esta línea, la CNMV puso en marcha a finales de 2016 el Portal *FinTech*, una iniciativa dirigida a prestar asesoramiento a empresas innovadoras que deseen operar a través de tecnologías digitales en el ámbito de los mercados de valores. Se trata de un canal de comunicación informal que permite, por una parte, que las empresas obtengan información acerca de la normativa aplicable y, por otra, que la institución adquiera un conocimiento más

cercano de las novedades que se están produciendo en el mercado. La CNMV —al igual que otros organismos homólogos en la Unión Europea— está firmemente comprometida con la promoción de la innovación en el ámbito financiero, sin olvidar su objetivo principal de protección al inversor.

En su primer año de funcionamiento —desde el 23 de diciembre de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2017— el Portal *FinTech* recibió 130 consultas, que se pueden clasificar en las siguientes categorías:

– **Plataformas de financiación participativa (PFP) y otras plataformas no reguladas.** Se recibieron 53 consultas, de las que 8 se referían a PFP de préstamos y 12 a PFP cuyos proyectos consisten en inversiones inmobiliarias. En la mayoría se solicitaban aclaraciones sobre el ámbito de aplicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de financiación empresarial, con el objetivo de determinar cuándo una plataforma debía estar autorizada y registrada en la CNMV.

– ***Robo-advice* (asesoramiento o gestión de carteras automatizados).** Se recibieron 19 consultas, la mayoría sobre cómo deben cumplirse las previsiones de MiFID II.

– **Tecnología de registro distribuido (*distributed ledger technology*), criptomonedas e *initial coin offerings* (ICO).** Se recibieron 16 consultas sobre si los activos virtuales (*token*) que se pretendía emitir a través de determinadas ICO eran valores o instrumentos financieros, sobre los requisitos necesarios para constituir una plataforma de adquisición de criptomonedas (*exchange*) y sobre la posibilidad de constituir un fondo de inversión en criptomonedas.

– **Digitalización y automatización de la relación con el cliente.** Se recibieron 9 consultas sobre la incorporación de clientes y la realización de los test de idoneidad y de conveniencia de forma digital.

– **Proveedores de tecnología.** Se recibieron 7 consultas de proveedores de tecnología sobre la necesidad de autorización para la prestación del servicio, dada su relación con las entidades autorizadas y con el cliente final.

– **Aceleradoras.** Se recibió un escrito informativo sobre esta cuestión.

– **Otros.** Se recibieron 25 consultas sobre cuestiones tales como los microcréditos, la comercialización de derechos de emisión de CO_2, derivados sobre aceitunas, carteras de inversión compuestas por frutos secos, etc.

La CNMV tiene previsto publicar en su página web, en formato preguntas y respuestas, una selección de los criterios más relevantes trasmitidos a través del Portal *FinTech*.

11 Organización

11.1 Recursos humanos y organización

Evolución de la plantilla y procesos de selección de personal

A finales de 2017 la CNMV contaba con una plantilla de 422 empleados (algo inferior a la de 2012, que era de 427 empleados, momento desde el que fue disminuyendo hasta el mínimo de 401 en 2016). Durante el ejercicio se produjeron 36 altas y 15 bajas. En los cuadros 11.1.1 y 11.1.2 puede consultarse la distribución del personal de la CNMV por categorías profesionales y por departamentos.

Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales CUADRO 11.1.1

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2016			2017		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Personal de servicios	8	8	–	8	8	–
Administrativos y operadores informáticos	64	13	51	62	12	50
Técnicos	305	141	164	327	148	179
Dirección	24	16	8	25	17	8
Total	**401**	**178**	**223**	**422**	**185**	**237**

Fuente: CNMV.

En el mes de febrero se incorporaron los candidatos seleccionados para cubrir 20 plazas de personal laboral técnico en diferentes direcciones y departamentos de la CNMV. Además, en diciembre se recibió la autorización definitiva de un total de 40 plazas de la Oferta de Empleo Público del año 2017, cuyos procesos de selección e incorporación se llevarán a cabo durante 2018. Ello permitirá, además de cubrir las bajas que se produzcan hasta que tales procesos queden completados, reforzar moderadamente los medios humanos con que cuenta la institución, en línea con lo que ha sido la pauta durante los últimos años en organismos homólogos de los principales países europeos.

Por otra parte, se realizó un proceso de selección durante el segundo semestre del año para cubrir diez plazas de técnicos especialistas en modelos de medición de riesgos y técnicas cuantitativas, dirigido tanto a candidatos externos como a personal técnico de la CNMV. El proceso ha finalizado en abril de 2018, con la incorporación de tres nuevos técnicos externos en las semanas siguientes, y han quedado cinco plazas cubiertas internamente y dos desiertas.

También se realizaron durante el ejercicio seis convocatorias internas para la cobertura de puestos técnicos y una para puestos administrativos.

Con el objetivo de agilizar los procesos de selección y contribuir a conformar la imagen de empleador de la CNMV, se ha potenciado la utilización de canales *online*, como LinkedIn e Infoempleo, para la difusión de las ofertas de empleo.

Distribución del personal por departamentos

CUADRO 11.1.2

Número de empleados a fin de cada ejercicio

	2016			2017		
	Total	**Hombres**	**Mujeres**	**Total**	**Hombres**	**Mujeres**
Direcciones generales	309	132	177	327	139	188
Entidades	109	45	64	120	50	70
Mercados	101	46	55	110	51	59
Servicio jurídico	55	21	34	50	20	30
Política estratégica y asuntos internacionales	44	20	24	47	18	29
Departamentos	78	44	34	78	42	36
Presidencia, Vicepresidencia y Consejo	14	2	12	17	4	13
Total	**401**	**178**	**223**	**422**	**185**	**237**

Fuente: CNMV.

Acciones formativas

En el marco de su programa de formación, la CNMV puso en marcha durante 2017 diversas iniciativas, entre las que cabe destacar las siguientes:

– Acciones formativas técnicas, desarrolladas e impartidas en colaboración con diferentes escuelas y centros especializados de formación. Se impartieron un total de 7.046 horas de formación (68% de la formación total impartida), en las que participó el 41% de la plantilla.

– Acciones formativas técnicas impartidas internamente, en las que participó un 5% de la plantilla.

– Acciones formativas en materia de seguridad y salud en el trabajo. En el ámbito de prevención de riesgos laborales se organizaron 4 formaciones, con más de 170 horas de impartición en materia de primeros auxilios, riesgos específicos en el puesto de trabajo y plan de autoprotección para los equipos de emergencias.

– Acciones formativas en desarrollo de habilidades (15% de las horas formativas totales), en las que participaron 59 empleados.

– Acciones formativas internacionales, planificadas e impartidas por ESMA, en las que participaron 23 empleados de la CNMV.

El programa de formación supuso la impartición en 2017 de un total de 57 acciones formativas y 10.289 horas de formación. El promedio de horas de formación por empleado fue de 24 horas y el 50% de la plantilla participó en alguna de las acciones formativas planificadas.

Asimismo, se ha continuado con el programa de formación técnica en modalidad *e-learning* desarrollado por ESMA, en el que participan 29 empleados de la CNMV.

Como en años anteriores, se puso en marcha una nueva edición del programa de idiomas, del que se benefició el 46% de la plantilla. Los participantes recibieron un total de 9.168 horas de formación, lo que supone un promedio de 22 horas por empleado. Como complemento, con el objetivo de facilitar el perfeccionamiento del idioma (inglés, francés o alemán), se ofreció la posibilidad de realizar cursos de verano tanto en España como en un entorno nativo. En total, la participación en estos cursos de verano fue del 11% de la plantilla.

Novedades en el ámbito de la organización

El Consejo de la CNMV, en su sesión de 7 de febrero de 2017, acordó la modificación del Reglamento de Régimen Interior para introducir algunos cambios organizativos:

– Se modificó la estructura de la Dirección General del Servicio Jurídico para crear una Dirección General adjunta, cuyo titular asiste al Director General en el ejercicio de sus competencias y actúa como Vicesecretario del Consejo. Los departamentos de Asesoría Jurídica y Contencioso y del Régimen Sancionador, respectivamente, pasaron a constituir sendas unidades bajo la dependencia directa del Director General adjunto, sin perjuicio de la superior dirección del Director General del Servicio Jurídico. Asimismo, la Dirección General del Servicio Jurídico comenzó a asumir determinadas nuevas competencias, como la de recibir y realizar el seguimiento de las comunicaciones de presuntas infracciones de las normas de disciplina y ordenación del mercado de valores (*whistleblowing*).

– Se encomendó formalmente al Departamento de Comunicación la función de gestionar, actualizar y llevar a cabo el mantenimiento de la página web, herramienta esencial de comunicación y relación con los inversores de la CNMV. Esta labor se realiza bajo la dirección del Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales, que forma parte de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales.

Asimismo, en la sesión de 25 de julio de 2017, el Consejo de la CNMV acordó una nueva modificación del Reglamento de Régimen Interior. Los cambios más destacados fueron esta vez los siguientes:

– Hacer depender el Departamento de Sistemas de Información directamente del Vicepresidente en lugar del Presidente —como había sucedido hasta la fecha, para favorecer una atención más continuada y estrecha al departamento desde las instancias superiores de la CNMV.

– Introducción de algunos cambios en la relación de funciones de las Direcciones Generales, al objeto de adaptarlos a la evolución de la regulación y de introducir algo más de flexibilidad en algunos procesos (por ejemplo, se permite al Director General de Entidades que practique inscripciones de menor alcance en los registros administrativos de entidades supervisadas).

– En cuanto a los cambios en el equipo directivo durante 2017, mediante resolución de 18 de enero de 2017 del Consejo de la CNMV, se dispuso el cese de don

Fabio Pascua Mateo como Director General del Servicio Jurídico y Secretario del Consejo, y el nombramiento en el mismo cargo de don José Miguel Martínez Gimeno. En esta misma sesión se nombró Director de Comunicación a don Alberto Estévez Lucas.

– Tras el nombramiento de don Ángel Benito Benito como miembro del Consejo de la CNMV por parte del Ministro de Economía, Industria y Competitividad, ratificado por la Orden EIC/43/2017, de 23 de enero de 2017, el Consejo de la CNMV dispuso, en la sesión celebrada el 7 de febrero de 2017, su cese formal como Director General de Mercados. En esta misma sesión, se acordaron los nombramientos de don Rodrigo Buenaventura Canino como Director General de Mercados y de doña Patricia Muñoz González-Úbeda como Directora General Adjunta del Servicio Jurídico y Vicesecretaria del Consejo de la CNMV.

– El Presidente de la CNMV nombró, con fecha 2 de marzo de 2017, a don Luis Martín Hernández como Director del Departamento de Autorización y Registro de Entidades, y con fecha 21 de julio de 2017, a don José Ramón Zuazua Fernández como Director del Departamento de Sistemas de Información.

– En la sesión del Consejo de la CNMV celebrada el 6 de septiembre de 2017 se dispuso el nombramiento de doña Natalia Vítores Mingo como Secretaria General, con efectos desde el 14 de septiembre.

Delegación de la CNMV en Barcelona

La CNMV mantiene una delegación en Barcelona desde el año 1996 con el fin de facilitar tanto el trabajo del propio organismo como el de las entidades registradas y supervisadas con sede en Cataluña, además de asistir a los inversores. La oficina desempeña actividades de registro general, autorización y registro de entidades, supervisión (de empresas de servicios de inversión, entidades de crédito y ahorro, instituciones de inversión colectiva y entidades de capital riesgo) y asistencia a los inversores, entre otras. En 2017 esta delegación contaba con un equipo de 16 profesionales que trabajan en coordinación con los de las oficinas centrales, repartidos entre 1 directivo, 11 técnicos y 4 administrativos.

Esta delegación tiene dependencia funcional de las diferentes Direcciones Generales y tiene asignadas las siguientes competencias:

– Colaborar en la supervisión de aquellas empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva y entidades de capital riesgo que tengan su sede en Cataluña.

– Recibir, analizar y tramitar los expedientes de registro de entidades y los de inscripción de folletos de emisión de valores, siempre que unos y otros correspondan a empresas o sociedades con sede en Cataluña.

– Informar a las entidades, instituciones, empresas o inversores sobre los asuntos relacionados con el mercado de valores.

Las entidades domiciliadas en Cataluña sobre las que la CNMV desarrolla sus funciones incluyeron en 2017 un total de 42 ESI, 13 SGIIC y 741 IIC, lo que representa el 16%, 12% y 16% respectivamente del total de sociedades dedicadas a estas

actividades a nivel nacional. Al cierre de 2017 un total de 28 sociedades cotizadas, con una capitalización bursátil superior a 100.000 millones de euros, tenían su sede efectiva de trabajo o domicilio social en Cataluña. Asimismo, otras entidades y sociedades con sede operativa en Cataluña, así como los inversores y el público en general, tramitan sus expedientes o efectúan sus consultas a través de la delegación de Barcelona.

Con el objetivo de establecer una relación más cercana y sencilla con las entidades y compañías supervisadas, así como de fortalecer la relación y el apoyo a los inversores, la CNMV anunció en 2017 la apertura de una nueva delegación en Bilbao, que se espera esté operativa a lo largo del ejercicio 2018.

Premio Antonio Moreno Espejo

El Consejo de la CNMV creó en marzo de 2017 el Premio Antonio Moreno Espejo de periodismo económico como homenaje al que fue Director del Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV durante 17 años, hasta su prematuro fallecimiento. Cada año, el premio reconocerá uno o varios trabajos periodísticos publicados en medios españoles que hayan destacado por el fomento de la integridad y transparencia del mercado de valores o de la protección de los intereses de los inversores, principios que guían la actuación de la Comisión.

A la primera edición del premio optaron 112 artículos publicados en 15 medios de comunicación. El jurado, presidido por Beatriz Gloria Viana —Consejera de la CNMV— y formado por Ángel Martínez-Aldama —Presidente de Inverco—, Manuel Pardos —Presidente de Adicae— e Ignacio Santillán Fraile —Director General del FOGAIN— decidió otorgar el premio *ex aequo* a los siguientes artículos:

– «El Euribor, a las aulas», firmado por Carlos de Fuenmayor y publicado en *elindependiente.com*.

– «Así actúan los chiringuitos financieros: Cómo evitar caer en sus tentáculos», firmado por Fernando Belinchón, Eduardo Loren García y Pablo M. Simón, publicado en *Cinco Días*.

El acto de entrega del premio tuvo lugar el jueves 1 de febrero de 2018 en el salón de actos de la CNMV.

11.2 Sistemas de información

En 2017 uno de los objetivos de la CNMV en el ámbito de los sistemas de información fue la renovación de las infraestructuras técnicas centrales con el fin de aumentar la capacidad de almacenamiento y proceso, así como potenciar la seguridad y la continuidad de las diferentes instalaciones.

Se continuó con la renovación de aplicaciones obsoletas y con el desarrollo de otras nuevas para dar soporte a las normas publicadas y a los procesos necesarios para cumplir con las funciones que la CNMV tiene encomendadas.

Entre los módulos y las aplicaciones desarrollados durante el año destacan los siguientes: i) el desarrollo e implantación de las aplicaciones relacionadas con los

proyectos internacionales impulsados por ESMA para el desarrollo de la Directiva MiFID II —principalmente el proyecto FIRDS (Financial Instruments Reference Data System) y el proyecto sobre TR (*transaction reporting*)—; ii) la nueva información financiera intermedia de entidades emisoras de valores admitidos a negociación; iii) el nuevo informe de fondos de titulización; iv) los módulos de remisión a ESMA de información registral de entidades; v) los nuevos servicios incorporados a la web *Welcome to Spain*, Portal *FinTech* y comunicación de infracciones; y vi) el módulo para la gestión de las comunicaciones electrónicas, que se puede utilizar tanto de manera autónoma como incorporada a cualquier aplicación de gestión que necesite esta funcionalidad.

Todos los nuevos trámites que las entidades supervisadas están obligadas a hacer ante la CNMV tienen su procedimiento en la sede electrónica.

Los registros de entrada y salida se integraron en el Sistema de Intercambio Registral (SIR), que permite tanto recibir como enviar asientos registrales a los diferentes organismos de la Administración integrados en el sistema.

Los datos de entradas y salidas de documentos en el registro de la CNMV (véase cuadro 11.2) confirman que se sigue consolidando la administración electrónica en el organismo. La vía electrónica siguió ganando terreno al papel: solo el 13% de las entradas y el 16% de las salidas se realizaron utilizando este soporte.

Entrada y salida de documentos en la CNMV CUADRO 11.2.1

	2016		2017	
	Número	%	Número	%
Entrada total	**140.741**	**100**	**136.913**	**100**
Electrónicos	118.882	84	119.180	87
En papel	21.859	16	17.733	13
Salida total	**154.017**	**100**	**146.550**	**100**
Electrónicos	124.576	81	123.438	84
En papel	29.441	19	23.112	16

Fuente: CNMV.

12 Gestión económica

El grueso de la financiación de la CNMV proviene de las tasas que recauda de las entidades supervisadas, según los conceptos y las tarifas que se establecen en la Ley 16/2014, de 30 de septiembre. Durante el año 2017 la recaudación por tasas experimentó un aumento del 2,9%, motivado fundamentalmente por el incremento en aquellas originadas por la supervisión de entidades e instituciones de inversión, tanto nacionales como extranjeras. También crecieron (aunque en menor medida) los gastos ordinarios, centrándose dicho incremento en los gastos de personal, su principal componente.

12.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2017 unos ingresos totales de 63,8 millones de euros e incurrió en unos gastos de 43,1 millones. El resultado de la gestión ordinaria ascendió a 19,1 millones y el excedente neto fue de 20,7 millones de euros, lo que supone un aumento del 1,4% respecto del año anterior. Una de las causas de la generación de este excedente se encuentra en los periodos que transcurren en los procesos de incorporación de personal previstos en el presupuesto de la CNMV. Además, la fijación del nivel actual de las tasas de la CNMV se realizó sobre la base de la actividad que se desarrolló en los mercados españoles en los años 2012 y 2013, por lo que el aumento del nivel de esta actividad en los últimos ejercicios explica también parte de ese beneficio. No obstante, del excedente existente actualmente una parte tiene un componente estructural. Por ello, la CNMV está llevando a cabo un análisis de la estructura y situación de sus tasas con el objetivo de plantear los cambios necesarios para reducir el citado excedente.

Los ingresos ordinarios, que proceden en su mayor parte del cobro de tasas, alcanzaron un importe de 61,8 millones de euros, un 3,1% más que en el ejercicio 2016. Los gastos de gestión ordinaria fueron de 42,7 millones de euros y aumentaron un 3,7% respecto del ejercicio anterior. Los correspondientes a personal, que representaron el 69,7% del total de gastos ordinarios, crecieron un 5,8% con una ampliación de la plantilla media del 3,2%. El resto de gastos de gestión ordinaria descendió un 0,9% respecto de 2016. Dicha disminución se centra en el epígrafe de amortización del inmovilizado y se compensó en parte con ligeros aumentos en las partidas de suministros y servicios exteriores, tributos y transferencias, y subvenciones concedidas. El gasto en amortizaciones refleja una disminución del 9,7%, al haberse reducido el valor amortizable del inmovilizado intangible (aplicaciones informáticas y de los equipos para procesos de información). La partida de suministros y servicios exteriores, que se cifró en 8,4 millones de euros, registra un aumento del 0,2%, y la partida de tributos, que recoge principalmente el importe del Impuesto sobre Bienes Inmuebles relativo al edificio sede de la CNMV, refleja un incremento del 4,8%. Las transferencias y subvenciones concedidas crecieron un 5,3% como consecuencia del aumento de la cuota anual de ESMA. El resultado de las operaciones financieras reflejó un saldo de 1,7 millones de euros.

Con fecha 28 de julio de 2017, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución de los resultados obtenidos en los ejercicios 2015 y 2016, estableciendo unos ingresos al Tesoro Público de 16.177.136,25 euros y 20.459.378,26 euros, respectivamente.

12.2 Estructura de tasas

Como se aprecia en el cuadro 12.2.1, que refleja los tipos de tasas establecidas para los diferentes servicios que realiza la CNMV, los ingresos por tasas aumentaron en 2017 un 2,9% respecto del ejercicio anterior.

Este crecimiento se explica, fundamentalmente, por el incremento en lo recaudado por las tasas por supervisión de entidades (8,6%), compensada en parte por la disminución en la recaudación de las tasas por inscripción de folletos (-15,6%) y por autorización e inscripción de entidades (-3,3%).

Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 12.2.1

Actividad o servicio	2016	2017	% var. 17/16
Inscripción de folletos y entidades	**9.954,1**	**9.274,4**	**-6,8**
Inscripción de folletos	5.174,4	4.365,5	-15,6
Folletos de emisión	152,9	309,6	102,5
Folletos de admisión	5.021,5	4.056,0	-19,2
Fondos de titulización y fondos de activos bancarios	48,7	74,1	52,1
Autorización e inscripción de entidades	4.413,1	4.267,2	-3,3
Autorización de opas	317,9	567,6	78,5
Supervisión de mercados	**20.944,3**	**20.921,5**	**-0,1**
Actividad de miembros de bolsas y SMN	8.585,8	7.896,9	-8,0
Actividad de miembros de MEFF	126,5	152,2	20,3
Actividad de participantes en Sociedad de Sistemas	5.041,4	4.992,9	-1,0
Actividad de miembros compensadores de ECC	220,6	255,6	15,9
Actividad de rectoras de mercados	895,0	1.434,2	60,2
Actividad de entidades emisoras cotizadas	6.075,0	6.189,8	1,9
Supervisión de entidades	**27.671,7**	**30.063,0**	**8,6**
Supervisión solvencia IIC	11.996,7	12.808,5	6,8
Supervisión solvencia sociedades gestoras de IIC y FT	124,4	142,2	14,3
Sociedades gestoras de IIC	117,4	126,2	7,5
Sociedades gestoras de fondos titulización	7,0	16,0	128,7
Supervisión solvencia ESI	556,6	492,2	-11,6
Supervisión solvencia capital riesgo	418,3	447,0	6,9
Sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado	81,0	83,8	3,5
Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado	337,3	363,1	7,7
Supervisión actividad entidades depositarias de IIC y ECR	2.736,7	2.977,7	8,8
Supervisión normas de conducta de ESI, EC y SGIIC	8.184,4	8.782,4	7,3
Comercialización IIC extranjeras	3.654,5	4.413,0	20,8
Expedición de certificados	**17,2**	**25,2**	**46,5**
Total	**58.587,2**	**60.284,1**	**2,9**

Fuente: CNMV.

13 Agencia Nacional de Codificación de Valores

La CNMV ejerce las funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV) en España, cuyo objetivo principal es asignar y gestionar los códigos internacionales de identificación de valores (ISIN)[1] y de clasificación de instrumentos financieros (CFI)[2], facilitando su difusión. Igualmente se ocupa de asignar el nombre corto del instrumento financiero (FISN)[3]. En nuestro país el ISIN se utiliza como primer identificador en los procesos de contratación, compensación y liquidación de valores. En su papel de ANCV, la CNMV es socio fundador y miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA), que a finales de 2017 contaba con 92 países miembros de pleno derecho y 27 asociados.

Dentro de su actividad internacional, la ANCV participa de forma activa en varios grupos de trabajo y órganos de gestión, como el WG2: ISIN Quality and Guidelines, perteneciente a ANNA y compuesto por representantes de varias agencias nacionales. Este grupo es el responsable de la redacción y mantenimiento de normas y criterios uniformes de asignación del código ISIN a nivel internacional. La ANCV también contribuye a la elaboración y revisión de estándares ISO a través del Subcomité Técnico 8 (SC8)[4].

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 instrumentos financieros y está encuadrado dentro del Comité Técnico 68 de ISO.

En el cuadro 13.1.1 se muestra el número de valores e instrumentos financieros codificados durante 2017 en la ANCV:

Número de valores y otros instrumentos financieros codificados

CUADRO 13.1.1

	2016	2017	% var. 17/16
Renta variable	**569**	**532**	**-6,5**
Acciones	154	140	-9,1
IIC y FCR	415	392	-5,5
Renta fija	**850**	**680**	**-20,0**
Deuda pública	50	83	66,0
Letras y pagarés	12	12	0,0
Bonos y obligaciones	38	71	86,8
Renta fija privada	800	580	-25,4
Pagarés	659	467	-29,1
Bonos	30	14	-53,3
Obligaciones	14	18	28,6
Cédulas	41	29	-29,3
Bonos de titulización	56	69	23,2
Valores de financiación Tier 1 adicional	**0**	**1**	**100,0**
Productos estructurados	**242**	**254**	**5,0**
Derechos	**48**	**34**	**-29,2**
***Warrants* y certificados**	**2.317**	**2.171**	**-6,3**
Opciones	**8.440**	**34.332**	**306,8**
Futuros	**251**	**906**	**261,0**
Swaps	**348**	**371**	**6,6**
Total	**13.065**	**39.281**	**200,7**

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 28.072. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 76% del total.

En el cuadro 13.1.2 se muestran las cifras de las consultas atendidas directamente por la ANCV.

Consultas atendidas por la ANCV

CUADRO 13.1.2

	2016	2017	% var. 17/16
Códigos nacionales	644	424	-34
Códigos extranjeros	85	36	-57,6
Total	**729**	**460**	**-37**

Fuente: CNMV.

14 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. 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. Dichos representantes se aprobaron por la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 4 de marzo de 2016. El Comité debe reunirse preceptivamente al menos una vez cada tres meses, aunque en la práctica suelen celebrarse sesiones mensuales.

Como órgano de asesoramiento del Consejo de la CNMV, el Comité Consultivo informa sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por aquel. En particular, su informe es preceptivo en relación con: i) las disposiciones de la CNMV a las que hace referencia el artículo 21 del TRLMV (circulares y guías técnicas); ii) la autorización, la revocación y las operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión; y iii) la autorización y revocación de las sucursales de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea, y los restantes sujetos del mercado de valores, cuando así se establezca reglamentariamente, teniendo en cuenta la relevancia económica y jurídica de tales sujetos. Adicionalmente, el Comité Consultivo informa de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le remite el Gobierno o el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

Como consecuencia del intenso proceso de integración internacional al que está sometida la actividad de la CNMV, en el orden del día del Comité también se incluyen, con carácter voluntario, consultas de organismos internacionales como IOSCO, ESMA o la Comisión Europea, además de otras iniciativas promovidas por la CNMV o por el propio Comité. Asimismo, desde el año 2012 el Comité analiza muchas de las recomendaciones y los estándares emitidos por ESMA con carácter previo a su aplicación en España. De esta forma, se logra una mayor participación del sector, de acuerdo con las recomendaciones internacionales de análisis de impacto de la normativa.

Actuaciones del Comité Consultivo durante 2017

El cuadro 14.1.1 ofrece un resumen estadístico de los expedientes tratados por el Comité Consultivo en 2017, en el que se aprecia un considerable aumento en el número de informes preceptivos respecto al año anterior. Durante este ejercicio la CNMV aplicó su política de publicar guías técnicas y criterios con el fin de

incrementar la transparencia sobre sus pautas de actuación y facilitar el cumplimiento de la regulación por parte de los supervisados, sobre todo teniendo en cuenta la entrada en vigor de normativa nueva como MiFID II/MiFIR o MAD/MAR. Por otro lado, el número de consultas voluntarias es similar al del anterior, ya que se mantuvo la importancia de la actividad internacional, así como la voluntad de recabar, a través del Comité Consultivo, la opinión del sector con la mayor frecuencia posible, más allá de lo legalmente exigible.

Tipos de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo CUADRO 14.1.1

	N.º de asuntos	
	2016	**2017**
Informes preceptivos de normas	5	11
Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros)	14	9
Total	**19**	**20**

Fuente: CNMV.

El cuadro 14.1.2 ofrece el desglose de los asuntos tratados.

Actuaciones del Comité Consultivo de la CNMV en 2017

CUADRO 14.1.2

Informes preceptivos sobre normas

– Proyecto de Guía Técnica sobre refuerzo de la transparencia de fondos de inversión con objetivo concreto de rentabilidad a largo plazo (sesión de 16 de enero).
– Proyecto de Guía Técnica sobre operaciones vinculadas realizadas por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (sesión de 16 de enero).
– Propuesta de resolución en el expediente sancionador n.º 6/2009 (sesión de 16 de enero).
– Proyecto de Guía Técnica para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora (sesión de 8 de mayo).
– Proyecto de Real Decreto por el que se modifica el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representado mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (sesión de 19 de junio).
– Proyecto de Guía Técnica sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público (sesión de 19 de junio).
– Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre advertencias relativas a instrumentos financieros (sesión de 10 de julio).
– Consulta Pública sobre el Anteproyecto de Ley para la Transposición de MiFID/MiFIR y MAD/MAR (sesión de 18 de septiembre).
– Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre obligaciones de publicidad a través de la página web de las empresas de servicios de inversión en materia de gobierno corporativo y política de remuneraciones y por la que se modifica la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (sesión de 9 de octubre).
– Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (sesión de 9 de octubre).
– Proyecto de Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre cuentas anuales y estados de información reservada de las sociedades gestoras de fondos de titulización y por la que se modifican las Circulares 4/2008, de 11 de septiembre, 7/2008, de 26 de noviembre, 11/2008, de 30 de diciembre y 1/2010, de 28 de julio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que afectan a cuestiones relativas a información pública periódica de IIC, SGIIC y SGEIC, ECR y entidades que prestan servicios de inversión, respectivamente (sesión de 11 de diciembre).

Consultas voluntarias (IOSCO, ESMA y otros):

International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

– *Consultation report. Open-ended Fund Liquidity and Risk Management. Good Practices and Issues for Consideration* (sesión de 18 de septiembre).
– *Consultation on CIS Liquidity Risk Management Recommendations* (sesión de 18 de septiembre).

European Securities and Markets Authority (ESMA)

– *Consultation on technical advice under the new Prospectus Regulation* (sesión de 18 de septiembre).
– *Amendments to Commission Delegated Regulation* (EU) 2017/587 (RTS) (sesión de 11 de diciembre).

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

– *Líneas Estratégicas de la CNMV 2017-2018* y *Plan de actividades 2017* (sesión de 16 de enero).

Comisión Europea (CE)

– *Public consultation on the Capital Markets Union Mid-Term Review* (sesión de 13 de marzo).
– *Public consultation on the operations of the European Supervisory Authorities* (sesión de 8 de mayo).
– *Consultation Document. FinTech: A more competitive and innovative European financial sector* (sesión de 8 de mayo).

Joint Committee of European Supervisory Authorities

– *Discussion Paper on the Use of Big Data by Financial Institutions* (sesión de 13 de marzo).

Fuente: CNMV.

15 Cuentas de la CNMV

15.1 Balance de situación

Activo	Ejercicio 2017	Ejercicio 2016
A) Activo no corriente	**123.797.911,95**	**121.619.218,60**
I. Inmovilizado intangible	**4.737.962,58**	**5.112.706,61**
1. Inversión en investigación y desarrollo	1.168.298,52	1.167.903,47
3. Aplicaciones informáticas	3.569.664,06	3.577.334,14
5. Otro inmovilizado intangible	0,00	367.469,00
II. Inmovilizado material	**76.961.552,88**	**76.605.778,05**
1. Terrenos	43.614.118,99	43.569.402,66
2. Construcciones	29.598.381,89	30.235.672,53
5. Otro inmovilizado material	3.749.052,00	2.800.702,86
IV. Inversiones financieras a largo plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas	**41.888.286,18**	**39.638.960,67**
3. Créditos y valores representativos de deuda	41.888.286,18	39.638.960,67
V. Inversiones financieras a largo plazo	**210.110,31**	**261.773,27**
1. Inversiones financieras en patrimonio	935,36	935,36
2. Créditos y valores representativos de deuda	207.909,32	259.572,28
4. Otras inversiones financieras	1.265,63	1.265,63
B) Activo corriente	**70.869.243,45**	**87.312.547,17**
III. Deudores y otras cuentas a cobrar	**32.370.332,85**	**30.213.902,30**
1. Deudores por operaciones de gestión	31.340.159,53	27.283.358,74
2. Otras cuentas a cobrar	1.030.160,89	2.930.504,14
3. Administraciones públicas	12,43	39,42
IV. Inversiones financieras a corto plazo en entidades del grupo, multigrupo y asociadas	**10.276.971,82**	**9.077.651,31**
2. Créditos y valores representativos de deuda	10.276.971,82	9.077.651,31
V. Inversiones financieras a corto plazo	**193.584,44**	**198.485,37**
2. Créditos y valores representativos de deuda	193.584,44	198.485,37
VI. Ajustes por periodificación	**192.800,17**	**493.268,44**
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	**27.835.554,17**	**47.329.239,75**
2. Tesorería	27.835.554,17	47.329.239,75
TOTAL ACTIVO	**194.667.155,40**	**208.931.765,77**

Fuente: CNMV.

15.1 Balance de situación *(continuación)*

Patrimonio neto y pasivo	Ejercicio 2017	Ejercicio 2016
A) Patrimonio neto	**187.248.677,40**	**204.325.463,09**
I. Patrimonio aportado	**5.385.871,28**	**5.385.871,28**
II. Patrimonio generado	**178.848.710,48**	**194.743.793,29**
1. Resultados de ejercicios anteriores	10.428.334,09	33.503.690,70
2. Resultados del ejercicio	20.741.431,70	20.494.216,30
3. Reservas	147.678.944,69	140.745.886,29
III. Ajustes por cambio de valor	**3.014.095,64**	**4.195.798,52**
2. Activos financieros disponibles para la venta	3.014.095,64	4.195.798,52
B) Pasivo no corriente	**900.410,96**	**641.114,65**
I. Provisiones a largo plazo	**900.410,96**	**641.114,65**
C) Pasivo corriente	**6.518.067,04**	**3.965.188,03**
I. Provisiones a corto plazo	**426.802,48**	**861.302,34**
II. Deudas a corto plazo	**1.233.462,25**	**37.576,55**
4. Otras deudas	1.233.462,25	37.576,55
IV. Acreedores y otras cuentas a pagar	**4.857.802,31**	**3.066.309,14**
1. Acreedores por operaciones de gestión	1.327.759,86	1.186.112,84
2. Otras cuentas a pagar	2.259.256,74	688.917,40
3. Administraciones públicas	1.270.785,71	1.191.278,90
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	**194.667.155,40**	**208.931.765,77**

Fuente: CNMV.

15.2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

		Ejercicio 2017	Ejercicio 2016
1.	**Ingresos tributarios y cotizaciones sociales**	**60.284.143,47**	**58.587.231,24**
	b) Tasas	60.284.143,47	58.587.231,24
5.	**Trabajos realizados por la entidad para su inmovilizado**	**685.848,00**	**569.858,86**
6.	**Otros ingresos de gestión ordinaria**	**33.566,34**	**47.069,32**
7.	**Excesos de provisiones**	**771.700,94**	**689.056,29**
A)	**TOTAL INGRESOS DE GESTIÓN ORDINARIA (1+2+3+4+5+6+7)**	**61.775.258,75**	**59.893.215,71**
8.	**Gastos de personal**	**-29.778.631,37**	**-28.139.571,53**
	a) Sueldos, salarios y asimilados	-23.672.692,10	-22.293.024,84
	b) Cargas sociales	-6.105.939,27	-5.846.546,69
9.	**Transferencias y subvenciones concedidas**	**-1.742.245,31**	**-1.646.941,54**
11.	**Otros gastos de gestión ordinaria**	**-8.844.408,22**	**-8.804.702,38**
	a) Suministros y servicios exteriores	-8.405.954,23	-8.386.494,58
	b) Tributos	-438.453,99	-418.207,80
12.	**Amortización del inmovilizado**	**-2.331.448,36**	**-2.592.136,64**
B)	**TOTAL DE GASTOS DE GESTIÓN ORDINARIA (8+9+10+11+12)**	**-42.696.733,26**	**-41.183.352,09**
I	**Resultado de la gestión ordinaria (A+B)**	**19.078.525,49**	**18.709.863,62**
13.	**Deterioro de valor y resultados por enajenación del inmovilizado no financiero y activos en estado de venta**	**29.105,81**	**49.392,25**
	a) Deterioro de valor	60.431,41	60.339,64
	b) Bajas y enajenaciones	-31.325,60	-10.947,39
14.	**Otras partidas no ordinarias**	**-58.696,36**	**-392.889,49**
	b) Gastos	-58.696,36	-392.889,49
II	**Resultado de las operaciones no financieras (I+13+14)**	**19.048.934,94**	**18.366.366,38**
15.	**Ingresos financieros**	**1.757.866,03**	**2.035.753,76**
	b) De valores negociables y de créditos del activo inmovilizado	1.757.866,03	2.035.753,76
	b.1) En entidades del grupo, multigrupo y asociadas	1.491.577,61	1.883.280,50
	b.2) Otros	266.288,42	152.473,26
16.	**Gastos financieros**	**-41.446,45**	**-171,61**
	b) Otros	-41.446,45	-171,61
19.	**Diferencias de cambio**	**-1.285,07**	**-6.548,27**
20.	**Deterioro de valor, bajas y enajenaciones de activos y pasivos financieros**	**-22.637,75**	**98.816,04**
	b) Otros	-22.637,75	98.816,04
III	**Resultado de las operaciones financieras (15+16+17+18+19+20+21)**	**1.692.496,76**	**2.127.849,92**
IV	**Resultado neto del ejercicio (II+III)**	**20.741.431,70**	**20.494.216,30**

15.3 Estado de flujos de efectivo

	Ejercicio 2017	Ejercicio 2016
I. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE GESTIÓN		
A) Cobros	**60.395.434,58**	**68.718.291,56**
1. Ingresos tributarios y cotizaciones sociales	58.430.931,13	65.686.713,23
5. Intereses y dividendos cobrados	1.791.953,74	2.698.618,03
6. Otros cobros	172.549,71	332.960,30
B) Pagos	**38.669.323,80**	**39.399.299,67**
7. Gastos de personal	28.451.502,65	28.519.511,88
8. Transferencias y subvenciones concedidas	1.711.691,06	1.629.385,22
10. Otros gastos de gestión	8.255.894,40	9.169.397,27
13. Otros pagos	250.235,69	81.005,30
Flujos netos de efectivo por actividades de gestión (+A-B)	**21.726.110,78**	**29.318.991,89**
II. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN		
C) Cobros	**8.241.161,41**	**7.819.736,92**
2. Venta de activos financieros	8.025.829,26	7.589.371,50
3. Otros cobros de actividades de inversión	215.332,15	230.365,42
D) Pagos	**14.241.838,16**	**1.456.793,09**
5. Compra de inversiones reales	1.062.188,22	1.240.454,73
6. Compra de activos financieros	12.939.970,25	0,00
7. Otros pagos de actividades de inversión	239.679,69	216.338,36
Flujos netos de efectivo por actividades de inversión (+C-D)	**-6.000.676,75**	**6.362.943,83**
III. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN		
F) Pagos a la entidad o entidades propietarias	**36.636.514,51**	**0,00**
2. Devolución de aportaciones y reparto de resultados a la entidad o entidades propietarias	36.636.514,51	0,00
Flujos netos de efectivo por actividades de financiación (+E-F+G-H)	**-36.636.514,51**	**0,00**
IV. FLUJOS DE EFECTIVO PENDIENTES DE CLASIFICACIÓN		
I) Cobros pendientes de aplicación	1.469.353,35	22.882,15
J) Pagos pendientes de aplicación	51.782,23	3.689,19
Flujos netos de efectivo pendientes de clasificación (+I-J)	**1.417.571,12**	**19.192,96**
V. EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO	**-176,22**	**-3.739,30**
VI. INCREMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO Y ACTIVOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES AL EFECTIVO (I+II+III+IV+V)	**-19.493.685,58**	**35.697.389,38**
Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al inicio del ejercicio	**47.329.239,75**	**11.631.850,37**
Efectivo y activos líquidos equivalentes al efectivo al final del ejercicio	**27.835.554,17**	**47.329.239,75**

Fuente: CNMV.

15.4 Estado total de cambios en el patrimonio neto

	I. Patrimonio aportado	II. Patrimonio generado	III. Ajustes por cambio de valor	IV. Otros incrementos patrimoniales	Total
A. Patrimonio neto al final del ejercicio N-1	**5.385.871,28**	**194.849.364,44**	**4.195.798,52**	**0,00**	**204.431.034,24**
B. Ajustes por cambios de criterios contables y corrección de errores	**0,00**	**-105.571,15**	**0,00**	**0,00**	**-105.571,15**
C. Patrimonio neto inicial ajustado del ejercicio N (A+B)	**5.385.871,28**	**194.743.793,29**	**4.195.798,52**	**0,00**	**204.325.463,09**
D. Variaciones del patrimonio neto del ejercicio N	**0,00**	**-15.895.082,81**	**-1.181.702,88**	**0,00**	**-17.076.785,69**
1. Ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio	0,00	20.741.431,70	-1.181.702,88	0,00	19.559.728,82
2. Operaciones con la entidad o entidades propietarias	0,00	-36.636.514,51	0,00	0,00	-36.636.514,51
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**	**178.848.710,48**	**3.014.095,64**	**0,00**	**187.248.677,40**

Fuente: CNMV.

IV Informe del Órgano de Control Interno

Documento firmado electrónicamente por MARGARITA GARCIA MUÑOZ - DIRECTORA DEL DEPARTAMENTO CONTROL INTERNO - COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES el 13/04/2018

Informe de Auditoría Interna previsto en el artículo 17.4 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores – Año 2017

DEPARTAMENTO DE CONTROL INTERNO
13 de abril de 2018

1.- INTRODUCCIÓN

El Departamento de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado la auditoría relativa a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno a la normativa procedimental aplicable a cada caso, en desarrollo del Plan de Auditoría y Actuaciones de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 12 de marzo de 2018, 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 parte de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el año 2017.

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, se han tenido en cuenta los Acuerdos sobre delegación de competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores vigentes durante el ejercicio 2017[1].

En el desarrollo del trabajo no se han producido limitaciones al alcance.

[1] Acuerdos de delegación del Consejo de 22 de diciembre de 2016, de 26 de abril de 2017 y de 25 de octubre de 2017.

3.- OPINIÓN

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que durante el año 2017, las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por el Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y demás normativa, han cumplido los requisitos establecidos en la legislación vigente en materia de procedimiento y competencia aplicables a cada caso.

La Directora del Departamento de Control Interno
Fdo.: Margarita García Muñoz

Documento firmado electrónicamente por MARGARITA GARCIA MUÑOZ - DIRECTORA DEL DEPARTAMENTO CONTROL INTERNO - COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES el 13/04/2018

Anexos

Anexos estadísticos I: mercados y emisores

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta[1]

I.1

Importes en millones de euros

	Número de emisores			Número de emisiones		
	2016	2017	Var. 17/16	2016	2017	Var. 17/16
Ampliaciones de capital con captación de recursos	**30**	**35**	**5**	**54**	**68**	**14**
Con derecho de suscripción preferente	11	8	-3	11	8	-3
Sin derecho de suscripción preferente (OPS)[2]	3	3	0	4	4	0
De las cuales ampliación	1	1	0	1	1	0
Colocaciones aceleradas	0	3	3	0	4	4
Ampliación contrapartida no monetaria[3]	3	8	5	4	12	8
Ampliaciones de capital por conversión	8	5	-3	17	6	-11
Otras	11	13	2	18	34	16
Ampliaciones de capital liberadas	**18**	**12**	**-6**	**25**	**16**	**-9**
De las cuales dividendo elección	12	9	-3	19	13	-6
Total ampliaciones de capital	**45**	**45**	**0**	**79**	**84**	**5**
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	**2**	**4**	**2**	**2**	**7**	**5**
De las cuales ampliación	0	3	3	0	3	3

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

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2017: importe efectivo

I.2

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo[1]	Tipo de operación	Fecha de registro
Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI, S.A.	8,8	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	03-ene-17
Realia Business, S.A.	147,2	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	12-ene-17
Amper, S.A.	6,0	Otras ampliaciones de capital	17-ene-17
Alantra Partners, S.A.	12,0	Otras ampliaciones de capital	17-ene-17
Alantra Partners, S.A.	5,2	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	17-ene-17
Oryzon Genomics, S.A.	0,0	Otras ampliaciones de capital	17-ene-17
Repsol, S.A.	391,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	19-ene-17
Faes Farma, S.A.	21,3	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	25-ene-17
Iberdrola, S.A.	594,8	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	31-ene-17
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	76,7	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	16-feb-17
Edreams Odigeo, S.A.	0,1	Otras ampliaciones de capital	23-feb-17

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2017: importe efectivo *(continuación)*

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo[1]	Tipo de operación	Fecha de registro
Cash, S.A. (Prosegur Cash)	750,0	Oferta pública de venta	02-mar-17
Montebalito, S.A.	43,9	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	07-mar-17
Axiare Patrimonio SOCIMI, S.A.	93,4	Ampliación de capital dineraria con exclusión del DSP mediante colocación acelerada	09-mar-17
Quabit Inmobiliaria, S.A.	38,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	16-mar-17
Neinor Homes, S.A.	609,3	Oferta pública de venta	16-mar-17
Neinor Homes, S.A.	100,0	Ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente (OPS)[2]	16-mar-17
Gestamp Automoción, S.A.	870,2	Oferta pública de venta	23-mar-17
General de Alquiler de Maquinaria, S.A.	0,1	Ampliación de capital por conversión	28-mar-17
Abengoa, S.A.	511,9	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	10,0	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	5,0	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	1,7	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	1,7	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	5.292,9	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	1,0	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	0,5	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	0,2	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Abengoa, S.A.	0,2	Otras ampliaciones de capital	30-mar-17
Oryzon Genomics, S.A.	18,2	Otras ampliaciones de capital	04-abr-17
Cash, S.A. (Prosegur Cash)	75,0	OPV. Ejercicio de la opción de compra *green shoe*	07-abr-17
Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	7.965,2	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	11-abr-17
Neinor Homes, S.A.	66,1	OPV. Ejercicio de la opción de compra *green shoe*	24-abr-17
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	716,4	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	25-abr-17
Sniace, S.A.	11,7	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	25-abr-17
Indra Sistemas, S.A.	153,2	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	26-abr-17
Inmobiliaria Colonial, S.A.	253,1	Ampliación de capital dineraria con exclusión del DSP mediante colocación acelerada	08-may-17
Gestamp Automoción, S.A.	6,7	OPV. Ejercicio de la opción de compra *green shoe*	08-may-17
Liberbank, S.A.	23,6	Ampliación de capital por conversión	18-may-17
Indra Sistemas, S.A.	4,2	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	25-may-17
Airbus SE	78,5	Otras ampliaciones de capital	25-may-17
Pharma Mar, S.A.	2,1	Otras ampliaciones de capital	01-jun-17
Ferrovial, S.A.	134,0	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	08-jun-17
Amper, S.A.	2,0	Otras ampliaciones de capital	08-jun-17
Unicaja Banco, S.A.	687,5	Ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente (OPS)[2]	15-jun-17
Edreams Odigeo, S.A.	0,1	Otras ampliaciones de capital	22-jun-17
Codere, S.A.	5,0	Otras ampliaciones de capital	29-jun-17
Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A.	1,4	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	06-jul-17
Repsol, S.A.	448,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	13-jul-17
Talgo, S.A.	8,5	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	20-jul-17
Sacyr, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	25-jul-17
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	156,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	25-jul-17
Grupo Ezentis, S.A.	2,2	Otras ampliaciones de capital	27-jul-17

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta en 2017: importe efectivo *(continuación)*

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo[1]	Tipo de operación	Fecha de registro
Grupo Ezentis, S.A.	1,2	Otras ampliaciones de capital	27-jul-17
Unicaja Banco, S.A.	68,8	OPS. Ejercicio de la opción de compra *green shoe*	27-jul-17
Iberdrola, S.A.	535,6	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	27-jul-17
Banco Santander, S.A.	7.072,4	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	28-jul-17
Euskaltel, S.A.	237,4	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	08-ago-17
INYPSA Informes y Proyectos, S.A.	30,4	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	10-ago-17
Lar España Real Estate SOCIMI, S.A.	19,2	Otras ampliaciones de capital	17-ago-17
Quabit Inmobiliaria, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	17-ago-17
Edreams Odigeo, S.A.	0,1	Otras ampliaciones de capital	23-ago-17
Laboratorio Reig Jofre, S.A.	2,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	07-sep-17
Coca-Cola European Partners plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	12-sep-17
Telefónica, S.A.	1.499,7	Ampliación de capital por conversión	21-sep-17
Applus Services, S.A.	137,2	Ampliación de capital dineraria con exclusión del DSP mediante colocación acelerada	29-sep-17
Aedas Homes, S.A.	100,0	Ampliación de capital sin derecho de suscripción preferente (OPS)[2]	05-oct-17
Aedas Homes, S.A.	567,3	Oferta pública de venta	05-oct-17
Liberbank, S.A.	2,9	Ampliación de capital por conversión	24-oct-17
Coca-Cola European Partners plc	0,0	Otras ampliaciones de capital	24-oct-17
Grupo Ezentis, S.A.	29,7	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	27-oct-17
Banco Santander, S.A.	542,9	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	14-nov-17
Liberbank, S.A.	499,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	20-nov-17
Papeles y Cartones de Europa, S.A.	0,0	Ampliación de capital liberada	21-nov-17
Ayco Grupo Inmobiliario, S.A.	2,9	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	21-nov-17
Banco de Sabadell, S.A.	17,7	Ampliación de capital por conversión	23-nov-17
Edreams Odigeo, S.A.	0,1	Otras ampliaciones de capital	28-nov-17
Ferrovial, S.A.	177,2	Ampliación de capital liberada para atender al pago del dividendo	28-nov-17
Promotora de Informaciones, S.A.	104,9	Ampliación de capital por conversión	28-nov-17
Amper, S.A.	4,6	Otras ampliaciones de capital	30-nov-17
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	338,1	Ampliación de capital dineraria con exclusión del DSP mediante colocación acelerada	01-dic-17
Amper, S.A.	2,1	Otras ampliaciones de capital	05-dic-17
Airbus SE	4,3	Otras ampliaciones de capital	05-dic-17
Quabit Inmobiliaria, S.A.	3,1	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	14-dic-17
Quabit Inmobiliaria, S.A.	6,2	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	14-dic-17
Quabit Inmobiliaria, S.A.	18,0	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	14-dic-17
Alantra Partners, S.A.	22,6	Ampliación de capital de contrapartida no monetaria	19-dic-17
Airbus SE	0,1	Otras ampliaciones de capital	21-dic-17
Amper, S.A.	46,9	Otras ampliaciones de capital	21-dic-17
Quabit Inmobiliaria, S.A.	29,0	Otras ampliaciones de capital	28-dic-17
Ecolumber, S.A.	1,5	Otras ampliaciones de capital	29-dic-17

Fuente: CNMV. (1) Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado. (2) Oferta pública de suscripción.

Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2017[1]

I.3

Sociedad	Mercado	Motivo. Procedimiento	Fecha
Banco Popular Español, S.A.	SIBE	Otros. Baja por amortización de las acciones de la sociedad por resolución del FROB	09/06/2017
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.	SIBE	Técnica. Por fusión	22/05/2017
Cementos Portland Valderrivas, 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	24/02/2017
Unión Europea De Inversiones, S.A.	Corros	Por acuerdo del consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores	25/09/2017
Alza Real Estate, S.A.	Corros	Excluida por la Generalidad de Cataluña	14/06/2017

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			
	2014	2015	2016	2017	1 Trim.	2 Trim.	3 Trim.	4 Trim.
Bolsa de Madrid								
Petróleo y energía	11,8	0,6	0,8	9,9	7,9	-7,4	16,3	-5,4
Mat. básicos, industria y construcción	-1,8	2,1	2,0	2,6	8,9	-0,9	-8,9	4,4
Bienes de consumo	-1,5	30,9	0,2	-2,1	4,4	3,0	-3,9	-5,3
Servicios de consumo	10,0	10,4	-8,0	23,3	13,0	7,2	-3,8	5,8
Servicios financieros e inmobiliarios	1,4	-24,2	-1,6	10,5	15,2	-0,5	2,6	-6,1
Banca	1,6	-26,0	-1,8	10,6	16,0	-0,9	3,0	-6,6
Inmobiliarias y otros	36,3	18,4	-2,3	17,6	8,0	8,1	0,0	0,8
Tecnología y telecomunicaciones	2,5	-5,2	-9,0	7,5	16,2	-6,1	2,7	-4,2
IGBM	**3,0**	**-7,4**	**-2,2**	**7,6**	**11,8**	**-0,2**	**-0,4**	**-3,2**
Bolsa de Barcelona								
Eléctricas	30,9	15,2	-3,2	1,7	6,7	1,5	-4,9	-1,3
Bancos	7,6	-24,4	-3,0	9,3	16,0	-1,9	2,8	-6,5
Químicas	-11,4	-24,7	27,0	11,9	10,5	-4,5	11,3	-4,6
Cementos, construcción e inmobiliarias	2,3	-7,7	-5,6	15,6	11,0	0,2	-3,9	8,2
Metalúrgica	-10,0	18,7	47,6	-9,5	11,2	-12,6	-14,4	8,9
Alimentación, agrícola y forestal	-8,7	26,8	-2,2	6,0	1,5	4,8	-0,8	0,6
Textil y papelera	-1,2	33,8	2,4	-8,2	1,6	1,8	-4,3	-7,2
Comercio y finanzas	-11,7	-9,4	3,9	-5,3	13,1	-0,7	-9,1	-7,2
Servicios diversos	7,1	-8,3	-5,3	10,7	14,7	-1,1	-2,0	-0,5
BCN Global 100	**5,9**	**-12,0**	**0,3**	**7,3**	**12,7**	**-1,6**	**-0,4**	**-3,0**

Fuente: Thomson Datastream.

Concentración sectorial de la capitalización[1]

I.5

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2016				2017			
Sector	**25%**	**50%**	**75%**	**100%**	**25%**	**50%**	**75%**	**100%**
Petróleo	1	1	1	1	1	1	1	1
Energía y agua	1	2	3	9	1	2	3	9
Minería y metálicas básicas	1	2	2	7	1	2	2	7
Cementos y mat. construcción	1	1	2	4	1	1	2	3
Químicas	1	1	2	8	1	1	1	8
Textil y papeleras	1	1	1	10	1	2	3	10
Metalmecánica	1	2	4	15	1	1	1	15
Alimentación	1	2	3	11	1	1	2	13
Construcción	1	2	3	7	1	2	3	8
Inmobiliarias	1	2	4	18	1	2	4	18
Transportes y comunicaciones	1	2	3	7	1	2	3	8
Otros no financieros	1	3	7	29	1	2	7	29
Bancos	1	2	3	9	1	2	3	9
Seguros	1	1	2	2	1	1	2	2
Sociedades de cartera	1	1	1	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 ni MAB ni ETF.

Concentración de la contratación bursátil de renta variable

I.6

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2016				2017			
	25%	**50%**	**75%**	**100%**	**25%**	**50%**	**75%**	**100%**
Total bolsas[1]	**2**	**5**	**15**	**144**	**2**	**5**	**16**	**147**
Mercado continuo	2	5	15	127	2	5	16	132
Nacional	2	5	15	119	2	5	15	125
Extranjeras	1	1	1	8	1	1	1	7
Corros	1	2	3	12	1	2	3	11
Segundo Mercado	1	1	1	5	1	1	2	4
ETF	1	2	4	19	1	2	4	19
MAB	7	51	222	3.473	5	45	202	3.360
LATIBEX	1	2	5	21	1	2	5	20

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

Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado[1]

I.7

Sector	% sector/mercado[2]	Empresas de mayor capitalización del sector	% empresa/mercado[3]
Petróleo	3,2%	Repsol, S.A.	3,21%
Energía	13,6%	Iberdrola, S.A.	5,82%
Energía		Gas Natural SDG, S.A.	2,75%
Energía		Endesa, S.A.	2,70%
Minería y metálicas básicas	1,1%	Acerinox, S.A.	0,47%
Minería y metálicas básicas		CIE Automotive, S.A.	0,45%
Minería y metálicas básicas		ArcelorMittal, S.A.	0,15%
Cementos y material de construcción	0,5%	Vidrala, S.A.	0,30%
Cementos y material de construcción		Cementos Molins, S.A.	0,14%
Cementos y material de construcción		Corporación Empresarial de Materiales de la Construcción, S.A.	0,01%
Químicas y farmacéuticas	0,6%	Grifols, S.A.	2,19%
Químicas y farmacéuticas		Almirall, S.A.	0,21%
Químicas y farmacéuticas		Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A.	0,11%
Textil y papeleras	15,9%	Industria de Diseño Textil, S.A.	12,91%
Textil y papeleras		Ence Energía y Celulosa, S.A.	0,19%
Textil y papeleras		Papeles y Cartones de Europa, S.A.	0,16%
Metalmecánica	1,9%	Zardoya Otis, S.A.	0,61%
Metalmecánica		Gestamp Automoción, S.A.	0,49%
Metalmecánica		Técnicas Reunidas, S.A.	0,21%
Alimentación	1,0%	Ebro Foods, S.A.	0,43%
Alimentación		Viscofan, S.A.	0,37%
Alimentación		Telepizza Group, S.A.	0,07%
Construcción	5,1%	Ferrovial, S.A.	1,98%
Construcción		Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	1,46%
Construcción		Acciona, S.A.	0,56%
Inmobiliarias y SOCIMI	2,3%	Merlin Properties, SOCIMI, S.A.	0,76%
Inmobiliarias y SOCIMI		Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	0,51%
Inmobiliarias y SOCIMI		Hispania Activos Inmobiliarios, SOCIMI, S.A.	0,24%
Transportes y comunicaciones	15,9%	Telefónica, S.A.	6,02%
Transportes y comunicaciones		Aena S.M.E., S.A.	3,62%
Transportes y comunicaciones		Abertis Infraestructuras, S.A.	2,62%
Otros no financieros	9,3%	Amadeus IT Group, S.A.	3,76%
Otros no financieros		Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	1,11%
Otros no financieros		Prosegur Compañía de Seguridad, S.A.	0,58%
Bancos	27,2%	Banco Santander Central Hispano, S.A.	12,61%
Bancos		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	6,76%
Bancos		CaixaBank, S.A.	3,32%
Seguros	1,8%	Mapfre, S.A.	1,18%
Seguros		Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.	0,63%
Sociedades de cartera	0,5%	Corporación Financiera Alba, S.A.	0,40%
Sociedades de cartera		Alantra Partners, S.A.	0,07%
Sociedades de cartera		Cartera Hotelera, S.A.	0,00%

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[1]

I.8

Importes en millones de euros

	Capitalización[2]			Contratación		
Empresa	**2016**	**2017**	**% total[3]**	**2016**	**2017**	**% total[3]**
Industria de Diseño Textil, S.A.	101.073,0	90.523,2	12,9	46.936,8	44.208,3	6,9
Banco Santander Central Hispano, S.A.	72.313,8	88.410,0	12,6	104.532,6	115.054,2	17,9
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	42.118,3	47.422,0	6,8	60.261,9	64.607,4	10,1
Telefónica, S.A.	44.433,4	42.186,1	6,0	72.714,6	64.449,5	10,0
Iberdrola, S.A.	39.661,2	40.811,1	5,8	41.379,4	37.533,0	5,8
Amadeus IT Group, S.A.	18.944,0	26.377,6	3,8	10.793,3	17.589,8	2,7
Aena S.M.E., S.A.	19.447,5	25.350,0	3,6	30.615,8	12.707,9	2,0
CaixaBank, S.A.	18.781,7	23.261,8	3,3	17.169,4	24.897,2	3,9
Repsol, S.A.	19.668,9	22.521,5	3,2	15.736,9	27.514,6	4,3
Gas Natural SDG, S.A.	17.922,3	19.263,3	2,8	14.717,7	10.374,3	1,6
Endesa, S.A.	21.307,4	18.904,0	2,7	10.821,0	10.866,0	1,7
Abertis Infraestructuras, S.A.	13.167,1	18.371,6	2,6	12.331,6	16.140,9	2,5
International Consolidated Airlines Group, S.A.	10.940,1	15.434,3	2,2	15.294,4	7.003,4	1,1
Grifols, S.A.	12.020,3	15.379,2	2,2	7.120,6	6.343,8	1,0
Ferrovial, S.A.	12.449,7	13.858,1	2,0	6.688,1	8.765,8	1,4
Bankia, S.A.	11.183,3	11.479,9	1,6	9.161,4	9.772,0	1,5
Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	9.446,2	10.264,4	1,5	13.432,3	9.572,6	1,5
Red Eléctrica Corporación, S.A.	9.698,9	10.123,6	1,4	7.746,7	10.958,1	1,7
Banco de Sabadell, S.A.	7.430,2	9.318,3	1,3	5.211,8	11.572,5	1,8
Mapfre, S.A.	8.930,7	8.247,0	1,2	10.726,6	5.525,5	0,9
Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	5.381,5	7.785,5	1,1	4.816,0	12.946,8	2,0
Bankinter, S.A.	6.615,7	7.104,6	1,0	9.829,7	6.559,7	1,0
Enagas, S.A.	5.759,5	5.698,6	0,8	11.181,1	10.114,0	1,6
Merlin properties, S.A.	4.852,7	5.308,4	0,8	5.356,1	4.998,7	0,8
Cellnex telecom, S.A.	3.166,0	4.946,4	0,7	3.930,4	4.872,2	0,8
Acciona, S.A.	4.004,2	3.895,9	0,6	13.253,8	3.262,6	0,5
Inmobiliaria Colonial, S.A.	2.349,0	3.605,7	0,5	4.228,5	3.107,0	0,5
Acerinox, S.A.	3.479,8	3.289,3	0,5	5.113,8	4.572,9	0,7
Mediaset España Comunicación, S.A.	3.754,4	3.151,3	0,5	3.998,7	3.609,1	0,6
Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.	2.903,8	2.678,4	0,4	6.164,6	6.511,5	1,0
Meliá Hoteles, S.A.	2.545,1	2.641,6	0,4	2.309,3	2.270,6	0,4
Viscofan, S.A.	2.183,4	2.563,7	0,4	2.699,1	1.995,2	0,3
Indra Sistemas, S.A.	1.708,6	2.014,7	0,3	3.357,4	2.337,8	0,4
Técnicas Reunidas, S.A.	2.178,0	1.479,0	0,2	2.514,4	3.690,2	0,6
ArcelorMittal, S.A.	910,7	1.058,3	0,2	5.694,9	6.531,0	1,0

Fuente: CNMV. (1) Se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 el 31 de diciembre de 2016. (2) Capitalización en el último día del año. (3) Respecto al total del mercado.

Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2017

I.9

Importes en millones de euros

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% de capital social sobre el que se dirige	Importe realizado en la oferta	Resultado en %[1]
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.[2]	Indra Sistemas, S.A.	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	317,92	93,96
Clínica Baviera, S.A.	Aier Eye International (Europe), S.L.U.	Opa voluntaria para tomar el control	90,00	146,55	86,83
Abertis Infraestructuras, S.A.[3]	Atlantia, S.p.A.	Opa voluntaria para tomar el control	100,00	Pendiente	Pendiente
Sotogrande, S.A.	Sotogrande Luxco, S.À.R.L.	Opa de exclusión	1,08	1,17	0,85
Axiare Patrimonio SOCIMI, S.A.	Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	Opa voluntaria para tomar el control	71,21	842,95	58,07
Total				**1.308,59**	

Fuente: CNMV. (1) Porcentaje respecto al capital social admitido a negociación. En caso de que haya habido prorrateo, se incluye el coeficiente del mismo. (2) El importe realizado refleja el precio equivalente en efectivo que se obtenía al aplicar a la relación de canje la cotización media de las acciones ofrecidas, en el trimestre anterior al anuncio previo de la oferta. (3) En la fecha de cierre de este informe, esta oferta se encuentra en curso dentro de un proceso de ofertas competidoras.

Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

I.10

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

	N.º de empresas		Capitalización			Contratación		
Sector	2016	2017	2016	2017	% var. 17/16	2016	2017	% var. 17/16
Petróleo	1	1	44,9	35,5	-20,88	35,6	20,2	-43,30
Energía y agua	2	2	0,7	0,8	11,34	12,4	6,7	-45,79
Minería y metálicas básicas	5	5	159,6	154,2	-3,36	76,8	69,0	-10,24
Químicas	1	1	1,4	1,0	-24,55	1,7	3,6	106,09
Textil y papeleras	0	0	0,0	0,0	–	0,0	0,0	-100,00
Metalmecánica	1	1	0,2	4,5	1.721,01	0,0	0,1	386,06
Alimentación	0	0	0,0	0,0	–	0,0	0,0	–
Inmobiliarias	2	2	0,0	0,1	34,11	0,0	0,2	719,30
Transportes y comunicación	1	1	0,6	0,2	-66,15	0,1	0,6	710,32
Otros no financieros	1	1	0,1	0,2	77,19	2,3	2,4	1,03
Bancos	4	4	16,8	7,5	-55,32	6,2	5,1	-17,53
Sociedades de cartera	1	1	0,0	0,0	14,68	5,9	4,9	-18,37
Entidades de financiación	1	1	18,5	29,4	59,26	15,6	18,2	17,06
Total	**20**	**20**	**242,8**	**233,3**	**-3,89**	**156,7**	**130,8**	**-16,52**

Fuente: CNMV.

Emisiones brutas de las Administraciones públicas

I.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2014	2015	2016	2017	15/14	16/15	17/16
Estado	**243.370**	**240.594**	**223.067**	**236.506**	**-1,1**	**-7,3**	**6,0**
Corto plazo	99.396	97.871	100.996	94.439	-1,5	3,2	-6,5
Largo plazo	143.974	142.723	122.071	142.067	-0,9	-14,5	16,4
Comunidades autónomas	**9.563**	**4.046**	**4.866**	**5.306**	**-57,7**	**20,3**	**9,0**
Corto plazo	340	424	482	532	24,9	13,6	10,3
Largo plazo	9.224	3.621	4.384	4.774	-60,7	21,1	8,9
Corporaciones locales	**53**	**0**	**0**	**56**	**–**	**–**	**–**
Corto plazo	0	0	0	0	–	–	–
Largo plazo	53	0	0	56	–	–	–
Total AA. PP.	**252.987**	**244.639**	**227.933**	**241.868**	**-3,3**	**-6,8**	**6,1**

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Emisiones netas de las Administraciones públicas

I.12

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2014	2015	2016	2017	15/14	16/15	17/16
Estado	**49.627**	**50.172**	**27.847**	**46.962**	**1,1**	**-44,5**	**68,6**
Corto plazo	-11.248	4.509	-73	-3.528	–	–	–
Largo plazo	60.875	45.662	27.920	50.490	-25,0	-38,9	80,8
Comunidades autónomas	**-2.298**	**-6.788**	**-2.549**	**113**	**-195,3**	**62,5**	**–**
Corto plazo	-1.121	15	70	1	–	379,4	-98,8
Largo plazo	-1.178	-6.803	-2.618	112	-477,6	61,5	–
Corporaciones locales	**-240**	**0**	**0**	**-165**	**–**	**–**	**–**
Corto plazo	–	–	–	–	–	–	–
Largo plazo	-240	0	0	-165	–	–	–
Total AA. PP.	**47.088**	**43.383**	**25.299**	**46.910**	**-7,9**	**-41,7**	**85,4**

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

I.13

	Número de emisores[1]		Número de emisiones	
	2016	2017	2016	2017
A largo plazo	**44**	**41**	**384**	**365**
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	277	276
de los cuales, deuda subordinada	1	4	2	4
Bonos y obligaciones convertibles	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	13	9	41	28
Cédulas territoriales	3	1	4	1
Bonos de titulización	20	21	61	58
de activos (BTA)	20	21	61	58
hipotecarios (BTH)	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	1	0	1
Otras emisiones	1	1	1	1
A corto plazo[2]	**14**	**13**	**15**	**13**
Pagarés de empresa	14	13	15	13
de los cuales, de titulización de activos	1	1	1	1
Total	**51**	**48**	**399**	**378**

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[1] de renta fija registrados en la CNMV en 2017

I.14

Importes nominales en millones de euros

	Importe nominal emitido		
Nombre de la sociedad emisora	**Total**	**A corto plazo[2]**	**A largo plazo**
Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A.	20.040	0	20.040
Bankia, S.A.	15.500	15.000	500
Banco de Sabadell, S.A.	15.197	7.000	8.197
CaixaBank, S.A.	14.082	3.000	11.082
Bankinter, S.A.	6.893	4.000	2.893
Banco de Santander, S.A.	6.501	0	6.501
TDA Sabadell RMBS 4, Fondo de Titulización	6.000	0	6.000
Santander Consumer Finance, S.A.	5.000	5.000	0
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000	5.000	0

Fuente: CNMV. (1) Emisores que durante 2017 registraron emisiones por importe superior a los 4.000 millones de euros. (2) Importe nominal del programa registrado.

Principales emisores[1] de renta fija registrados en la CNMV en 2017. Detalle por instrumentos

I.15

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, S.A.	20.040
	Banco de Sabadell, S.A.	2.347
Cédulas hipotecarias	CaixaBank, S.A.	9.811
	Banco de Sabadell, S.A.	5.850
	Banco de Santander, S.A.	4.363
	Banco Popular Español, S.A.	2.600
	Bankinter, S.A.	2.300
	Liberbank, S.A.	2.000
Programa de pagarés[2]	Bankia, S.A.	15.000
	Banco de Sabadell, S.A.	7.000
	Santander Consumer Finance, S.A.	5.000
	Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000
	Bankinter, S.A.	4.000
	CaixaBank, S.A.	3.000
	Kutxabank Empréstitos, S.A.	2.000
Titulización de pagarés[2]	Fondo de Titulización de Activos Santander 2	3.000

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2017, en el instrumento financiero correspondiente. (2) Importe nominal del programa registrado.

Emisores de pagarés: mayores[1] saldos vivos a 31 de diciembre de 2017

I.16

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Banco de Sabadell, S.A.	5.045	42,12	42,12
Santander Consumer Finance, S.A.	2.177	18,18	60,29
Bankia, S.A.	1.335	11,14	71,44
Bankinter, S.A.	1.115	9,31	80,75
Fondo de Titulización de Activos Santander II	1.080	9,02	89,76
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	500	4,17	93,94

Fuente: AIAF. (1) Emisores con saldo vivo superior a 500 millones de euros.

Principales emisores de bonos de titulización en 2017[1]

I.17

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
TDA Sabadell RMBS 4, Fondo de Titulización	6.000	Préstamos hipotecarios
CaixaBank RMBS 2, Fondo de Titulización	2.720	Préstamos hipotecarios
CaixaBank RMBS 3, Fondo de Titulización	2.550	Préstamos hipotecarios
Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, FTA	2.497	Otros
CaixaBank Consumo 3, Fondo de Titulización	2.450	Préstamos consumo
IM Sabadell PYME 11, Fondo de Titulización	1.900	Pymes[2]
CaixaBank PYMES 9, Fondo de Titulización	1.850	Pymes[2]

Fuente: CNMV. (1) Emisores con emisiones registradas en la CNMV superiores a 1.500 millones de euros a fin de ejercicio. (2) Incluye fondos cuya cartera incorpora prácticamente la totalidad de préstamos a pymes.

Emisiones de titulización, por naturaleza del activo titulizado

I.18

Importes nominales en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017
Mediante FTH	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Mediante FTA	**28.593**	**29.008**	**28.370**	**35.505**	**29.415**
FTA hipotecarios	**7.204**	**17.310**	**9.458**	**19.621**	**14.885**
Préstamos hipotecarios	7.204	17.310	9.458	19.621	14.885
Cédulas hipotecarias	0	0	0	0	0
Préstamos a promotores	0	0	0	0	0
FTA empresas	**10.660**	**8.750**	**14.124**	**7.500**	**4.850**
Pymes[1]	6.185	8.750	11.124	5.000	3.750
FTPYME[1]	0	0	0	0	0
FTGENCAT[1]	0	0	0	0	0
Préstamos a empresas[2]	3.325	0	3.000	2.500	0
Préstamos corporativos[3]	0	0	0	0	0
Arrendamiento financiero	1.150	0	0	0	1.100
FTA otros	**10.729**	**2.948**	**4.788**	**8.384**	**9.680**
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	0	300	1.450	3.015	4.672
Préstamos auto	1.167	798	1.039	3.056	977
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	9.562	1.850	2.299	2.313	4.032
Total bonos de titulización	**28.593**	**29.008**	**28.370**	**35.505**	**29.415**
Total pagarés de titulización emitidos[4]	**1.544**	**620**	**2.420**	**1.880**	**2.200**
Total bonos más pagarés	**30.137**	**29.628**	**30.790**	**37.385**	**31.615**
Pro memoria:					
Subtotal hipotecario	**7.204**	**17.310**	**9.458**	**19.621**	**14.885**

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.19

Importe nominal en millones de euros

	2013	2014	2015	2016	2017	% var. 17/16
Pagarés	51.768	26.728	10.521	9.977	3.820	-61,72
Bonos y obligaciones	723.081	466.010	176.151	21.816	8.413	-61,44
Bonos de titulización	473.321	249.268	122.259	10.361	6.207	-40,09
Cédulas hipotecarias	268.646	285.925	103.861	17.230	6.583	-61,79
Cédulas territoriales	81.318	77.721	37.532	3.243	368	-88,65
Bonos matador	0	0	0	0	0	–
Total renta fija privada	**1.124.814**	**856.384**	**328.066**	**52.267**	**19.183**	**-63,30**
Letras del Tesoro	1	10	11	0	0	–
Bonos y obligaciones del Estado	4	42	82	18	9	-51,93
Total deuda pública	**5**	**52**	**93**	**18**	**9**	**-53,03**
Total	**1.124.819**	**856.436**	**328.159**	**52.285**	**19.192**	**-63,29**

Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios[1]

II.1

Importes en millones de euros

					Patrimonio					Pro memoria:
	N.º fondos		N.º partícipes		Importe	Variación[2]				Distribución
Categoría	2017	Var. s/dic-16	2017	Var. s/dic-16	2017	Total s/dic-16	Suscrip. netas	Rdtos. netos	Benef. brutos distribuidos	suscrip. netas FI (%)
Renta fija[3]	290	-16	2.627.547	279.563	70.564	-3.662	-3.638	-24	0	-16,7
Renta fija mixta[4]	155	7	1.197.523	153.725	43.407	3.341	2.891	451	-1	13,3
Renta variable mixta[5]	176	8	584.408	135.917	22.387	6.076	5.499	578	0	25,3
Renta variable euro	111	-1	710.928	315.231	12.203	3.537	2.550	988	0	11,7
Renta variable internacional	211	10	1.865.367	693.080	24.065	6.386	4.514	1.872	-1	20,8
Garantizado renta fija	79	-43	190.075	-117.696	5.457	-3.223	-3.263	39	0	-15,0
Garantizado renta variable[6]	188	-10	527.533	-24.912	15.417	-59	-310	251	0	-1,4
Fondos globales	225	22	1.086.937	428.215	35.512	14.595	13.406	1.190	-2	61,7
De gestión pasiva	202	-18	638.966	-107.267	19.478	-4.124	-4.585	473	-12	-21,1
Retorno absoluto	104	-2	858.170	292.845	16.706	4.491	4.287	203	0	19,7
Total FI	**1.741**	**-64**	**10.287.454**	**2.033.843**	**265.195**	**27.333**	**21.325**	**6.023**	**-15**	**98,1**
FIICIL	7	2	3.491	2.469	209	189	193	-4	0	0,9
Fondos de inversión libre	35	5	3.255	806	2.024	350	209	141	0	1,0
Total fondos (Total FI+FIICIL+FIL)	**1.783**	**-57**	**10.294.200**	**2.037.118**	**267.428**	**27.984**	**21.727**	**6.160**	**-15**	**100,0**
Fondos inmobiliarios	**3**	**0**	**1.097**	**-2.830**	**360**	**-10**	**-1**	**-9**	**0**	–
IIC extranjeras[7]	**1.013**	**72**	**2.226.991**	**478.387**	**150.421**	**35.431**	–	–	–	–

Fuente: CNMV. (1) Compartimentos de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación), los datos de los compartimentos de propósito especial (vivos hasta noviembre de 2017) solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer esta. (2) Para cada categoría, la variación patrimonial se debe a las suscripciones netas, incluidas las debidas a los cambios en la vocación inversora, a los beneficios brutos distribuidos y a los rendimientos netos del patrimonio. (3) Incluye Renta fija euro, Renta fija internacional, Monetario y Monetario a corto plazo. (4) Incluye Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (5) Incluye Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional. (6) Incluye Garantizados de rendimiento variable y Garantía parcial. (7) En las magnitudes referidas a las IIC extranjeras están incluidas las sociedades y los fondos registrados en la CNMV. El dato de patrimonio para las IIC extranjeras se refiere al volumen de inversión que es el resultado de multiplicar el número de acciones y participaciones comercializadas en España por su valor a final de año. No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

II.2

%

	2013	2014	2015	2016	2017
Renta variable cotizada[1]	**1,7**	**2,0**	**2,3**	**2,3**	**2,6**
Renta fija privada	**3,0**	**3,2**	**2,6**	**2,3**	**1,9**
Corto plazo	9,6	11,7	18,0	24,5	14,8
Largo plazo	2,8	2,9	2,1	1,5	1,6
Renta fija pública	**7,1**	**7,1**	**4,9**	**5,5**	**4,6**
Corto plazo[2]	13,3	8,7	6,1	7,7	8,0
Largo plazo	6,3	6,9	4,8	5,3	4,3

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Cartera a valor de realización sobre la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB. (2) No incluye las adquisiciones temporales de activos.

Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero

II.3

% sobre patrimonio medio diario

	Comisión de gestión			Comisión de depósito[1]		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Total fondos de inversión[2]	**1,00**	**0,95**	**0,91**	**0,09**	**0,08**	**0,08**
Renta fija	0,66	0,58	0,54	0,08	0,07	0,07
Renta fija mixta	1,15	1,12	1,05	0,09	0,09	0,09
Renta variable mixta	1,41	1,40	1,34	0,11	0,11	0,10
Renta variable euro	1,76	1,75	1,71	0,12	0,12	0,11
Renta variable internacional	1,71	1,71	1,69	0,12	0,12	0,10
Garantizado renta fija	0,84	0,68	0,48	0,06	0,06	0,05
Garantizado renta variable	1,05	0,70	0,58	0,08	0,06	0,05
Fondos globales	1,06	1,26	1,07	0,08	0,10	0,09
De gestión pasiva	0,64	0,56	0,52	0,07	0,06	0,06
Retorno absoluto	0,99	0,96	0,91	0,08	0,08	0,07
FIICIL	**1,47**	**0,96**	**2,93**	**0,10**	**0,07**	**0,08**
Fondos de inversión libre[3]	**2,30**	**2,38**	**2,75**	**0,02**	**0,01**	**0,00**

Fuente: CNMV. (1) Excepto en los fondos de inversión libre, que son las comisiones de financiación. (2)Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta. (3) Porcentaje sobre el patrimonio medio mensual.

Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión[1]

II.4

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2013		2014		2015		2016		2017	
	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas	Rentab.	Suscrip. netas
Renta fija[2]	2,28	13.405	2,41	13.821	0,10	-4.816	0,52	8.244	-0,13	-3.638
Renta fija mixta[3]	4,16	2.370	3,67	15.689	0,16	20.903	0,27	-4.751	1,10	2.891
Renta variable mixta[4]	10,85	2.673	4,70	6.842	0,15	8.227	1,19	-5.195	3,23	5.499
Renta variable euro[5]	28,06	1.734	2,09	-338	3,44	467	2,61	-538	11,16	2.550
Renta variable internacional[6]	20,30	866	6,61	2.716	7,84	4.110	4,15	-33	8,75	4.514
Garantizado renta fija	4,96	-6.718	2,54	-11.762	0,27	-8.094	-0,03	-3.700	0,72	-3.263
Garantizado renta variable[7]	6,15	-2.689	2,64	-652	1,07	-2.396	0,19	5.466	1,61	-310
Fondos globales	8,71	-177	4,63	2.110	2,45	5.788	1,99	7.801	4,46	13.406
De gestión pasiva[8]	8,88	12.675	7,74	5.632	0,53	-6.275	1,16	5.603	2,13	-4.585
Retorno absoluto[8]	2,46	-53	1,98	1.736	0,12	4.803	0,38	944	1,44	4.287
Total FI[9]	**6,50**	**24.086**	**3,67**	**35.795**	**0,89**	**22.764**	**0,98**	**13.823**	**2,42**	**21.325**
FIICIL	5,09	-210	-0,51	-33	-0,86	-47	-0,39	-28	0,44	193
Fondos de inversión libre	15,79	36	5,50	162	5,18	321	4,40	-110	7,41	209
Total fondos (Total FI + FIICIL + FIL)	**6,57**	**23.912**	**3,67**	**35.924**	**0,93**	**23.038**	**1,00**	**13.685**	**2,76**	**21.727**
Fondos Inmobiliarios	**-11,28**	**-36**	**-5,87**	**-3.085**	**-6,66**	**-1**	**-5,35**	**0**	**-2,60**	**-1**
Pro memoria: importe comercializado por las entidades españolas y las extranjeras residentes										
IIC extranjeras	–	24.953	–	22.254	–	32.889	–	7.843	–	33.286

Fuente: CNMV (1) Compartimentos de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación). (2) Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Desde 3T11 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetarios y monetarios a corto plazo. (3) Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional. (4) Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional. (5) Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye: Renta variable euro (que ya incluye RVN). (6) Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE. UU., RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09 incluye: RVI. (7) Hasta 1T09 incluye: GRV. Desde 2T09 incluye: GRV y Garantía parcial. (8) Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales. (9) Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

IIC extranjeras comercializadas en España

II.5

	2016	2017	Var. (%)
Número de instituciones	**941**	**1.013**	**7,7**
Número de inversores	**1.748.604**	**2.226.991**	**27,4**
Volumen de inversión (millones de euros)	**114.990**	**150.421**	**30,8**
Distribución por país de origen			
Alemania	32	35	9,4
Austria	23	21	-8,7
Bélgica	4	5	25,0
Dinamarca	1	1	0,0
Finlandia	4	8	100,0
Francia	286	292	2,1
Holanda	2	2	0,0
Irlanda	160	184	15,0
Liechtenstein	6	3	-50,0
Luxemburgo	391	429	9,7
Reino Unido	32	33	3,1

Fuente: CNMV.

Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2017

II.6

Sociedad gestora de IIC	Grupo de control
Altas	
Cobas Asset Management, SGIIC, S.A.	Independiente
Rentamarkets Investment Managers, SGIIC, S.A.U.	Independiente
EBN Capital, SGIIC, S.A.	EBN Banco de Negocios, S.A.
ACCI Capital Investments, SGIIC, S.A.	Independiente
Anattea Gestión, SGIIC, S.A.	Independiente
Buy & Hold Capital, SGIIC, S.A.	Independiente
Finletic Capital, SGIIC, S.A.	Independiente
Orienta Capital, SGIIC, S.A.	Independiente
Grantia Capital, SGIIC, S.A.	Independiente
Bajas	
Banco Madrid Gestión de Activos, SGIIC, S.A.	Trea Capital Partners, SV, S.A.
Gestoras extranjeras con sucursal	
Altas	
Auris Gestión de Patrimonio Sucursal en España	Independiente
Lazard Fund Managers (Ireland) Limited, Sucursal en España	Independiente

Fuente: CNMV.

ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen[1]

II.7

	2016	2017
Número de ESI extranjeras operantes en España		
Libre prestación de servicios	2.793	2.833
Sucursales	46	53
Distribución según el Estado de origen		
Libre prestación de servicios		
Alemania	61	65
Austria	20	21
Bélgica	9	9
Bulgaria	9	9
Chipre	166	184
Croacia	0	1
Dinamarca	22	22
Eslovaquia	2	2
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	14	14
Francia	46	50
Grecia	10	10
Holanda	94	102
Hungría	1	1
Irlanda	42	42
Italia	7	9
Letonia	2	2
Liechtenstein	23	25
Lituania	1	1
Luxemburgo	34	35
Malta	24	25
Noruega	31	30
Portugal	8	9
Reino Unido	2.149	2.147
República Checa	2	2
Rumanía	1	1
Suecia	13	13
Sucursales		
Alemania	1	2
Bélgica	1	0
Francia	2	2
Grecia	1	1
Holanda	2	3
Luxemburgo	2	2
Noruega	1	1
Polonia	1	1
Portugal	1	1
Reino Unido	34	40

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de ESI de Estados miembros de la UE y autorizaciones de ESI de Estados no miembros de la UE.

Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal

II.8

Entidad	Grupo de control
Sociedades y agencias de valores	
Altas	
Acapital BB, AV, S.A.	Independiente
Corecapital Finanzas, AV, S.A.	Independiente
EBN Securities, SV, S.A.	EBN Banco, S.A.
Finanbest Inversiones Inteligentes, AV, S.A.	Independiente
Fundslink Capital, AV, S.A.	Independiente
Greenside Investments, AV, S.A.	Independiente
Inbestme Europe, AV, S.A.	Independiente
KBL España Capital Markets, AV, S.A.	KBL European Private Bankers
Plusvalue, AV, S.A.	Independiente
Bajas	
Orienta Capital, AV, S.A.	Independiente
Sociedades gestoras de cartera	
Bajas	
Ibercaja Patrimonios, SGC., S.A.	Ibercaja Banco, S.A.
Empresas de asesoramiento financiero	
Altas	
A&G Private Wealth Solutions, EAFI, S.L.	EFG International
Ariete Financial Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Avanza Capital Gestión Patrimonial, EAFI, S.L.	Independiente
Fortior Capital, EAFI, S.L.	Independiente
Francisco Galiana Guiu	Independiente
Insignium Iberia, EAFI, S.A.	Independiente
José María Manzanares Allén	Independiente
Meridian 370, EAFI, S.L.	Independiente
Micappital 2017, EAFI, S.L.	Independiente
Nao Asesores, EAFI, S.L.	Independiente
Opteam Asesores Financieros, EAFI, S.L.U.	Independiente
Orfeo Capital, EAFI, S.L.	Independiente
Poniente Capital Management, EAFI, S.L.	Independiente
Return Kapital Advisors, EAFI, S.L.	Independiente
Valores Financieros y Valores Éticos, EAFI, S.L.	Independiente
Valorvento, EAFI, S.L.	Independiente
Bajas	
Buy & Hold Asesores, EAFI, S.L.	Independiente
Ethical Finance, EAFI, S.L.	Independiente
Extravalor, EAFI, S.L.	Independiente
Greenside Investments, EAFI, S.L.	Independiente
Juan María Soler Ruiz	Independiente

Altas y bajas de sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero y ESI extranjeras con sucursal *(continuación)*

II.8

Entidad	Grupo de control
ESI extranjeras con sucursal	
Altas	
Ayondo Markets Limited, Sucursal en España	Ayondo Markets Limited
EAA Portfolio Advisers GMBH, Sucursal en España	EAA Portfolio Advisers GMBH
Pairstech Capital Management LLP, Sucursal en España	Pairstech Capital Management LLP
Dinosaur Merchant Bank Limited, Sucursal en España	Dinosaur Merchant Bank Limited
Houlihan Lokey Emea LLP, Sucursal en España	Houlihan Lokey Emea LLP
SYZ Asset Management (Europe) Limited, Sucursal en España	SYZ Asset Management (Europe) Limited
Mirabaud Securities Holdings Limited, Sucursal en España	Mirabaud Securities Holdings Limited
Aegon Asset Management Pan-Europe B.V., Sucursal en España	Aegon Asset Management Pan-Europe B.V.
Evercore Partners International LLP, Sucursal en España	Evercore Partners International LLP
TFS Derivatives Limited, Sucursal en España	TFS Derivatives Limited
Bajas	
Petercam, S.A., Sucursal en España	Petercam
Houlihan Lokey (Europe) Limited, Sucursal en España	Houlihan Lokey (Europe) Limited
Mirabaud Securities LLP, Sucursal en España	Mirabaud Securities LLP

Fuente: CNMV.

Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera

II.9

Entidad	Adquiriente
Tomas de control por entidades financieras	
Popular Bolsa, SV, S.A.	Banco Santander, S.A.
Ahorro Corporación Financiera, SV, S.A.	Stormharbour Partners, L.P.
Consulnor Servicios Financieros, SV, S.A.[1]	Banca March, S.A.

Fuente: CNMV. (1) Entidad dada de baja en el Registro de la CNMV con fecha de 9 de marzo de 2018.

ESI españolas con pasaporte comunitario a 31 de diciembre de 2017. Estado miembro de acogida[1]

II.10

	2016	2017
Número de ESI con actuación transfronteriza[1]		
Libre prestación de servicios	39	46
Sucursales	6	5
Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas[2, 3]		
Libre prestación de servicios		
Alemania	21	21
Austria	12	12
Bélgica	17	17
Bulgaria	2	2
Chipre	1	1
Dinamarca	10	10
Eslovaquia	2	2
Eslovenia	1	1
Estonia	1	1
Finlandia	9	9
Francia	21	21
Grecia	9	10
Hungría	2	2
Irlanda	15	15
Islandia	1	1
Italia	20	20
Letonia	1	1
Liechtenstein	2	2
Lituania	1	1
Luxemburgo	20	22
Malta	5	7
Noruega	10	10
Países Bajos	15	15
Polonia	4	4
Portugal	31	34
Reino Unido	23	23
República Checa	2	2
Rumanía	3	3
Suecia	12	12
Sucursales		
Italia	1	3
Portugal	1	2
Reino Unido	4	3

Fuente: CNMV. (1) No incluye la actuación transfronteriza de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI). (2) Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales. (3) Número de ESI españolas que prestan servicios en otros Estados. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

Actuación transfronteriza de las EAFI nacionales

II.11

	2016	2017
Número de EAFI con actuación transfronteriza		
Libre prestación de servicios	26	30
Sucursales	1	2
Distribución por países		
Libre prestación de servicios[1, 2]		
Alemania	4	6
Bélgica	2	2
Dinamarca	1	1
Francia	4	6
Irlanda	1	2
Italia	3	4
Liechtenstein	1	1
Luxemburgo	21	24
Malta	2	2
Noruega	1	1
Países Bajos	2	2
Polonia	1	1
Portugal	4	4
Reino Unido	7	7
Sucursales		
Portugal	1	1
Reino Unido	0	1

Fuente: CNMV. (1) Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales. (2) Número de EAFI españolas que prestan servicios en otros Estados. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2017. Estado miembro de origen

II.12

	2016	2017
Número de EE. CC. extranjeras que prestan servicios de inversión en España		
Entidades de crédito comunitarias		
Libre prestación de servicios	405	409
Filiales de EE.CC. comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	0	0
Sucursales	55	52
Entidades de crédito extracomunitarias		
Libre prestación de servicios	2	2
Sucursales	5	4
Distribución según el Estado de origen		
Libre prestación de servicios	**407**	**411**
Entidades de crédito comunitarias	**405**	**409**
Alemania	55	57
Austria	32	33
Bélgica	7	8
Chipre	2	2

Entidades de crédito extranjeras autorizadas para prestar servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2017. Estado miembro de origen *(continuación)*

II.12

	2016	2017
Dinamarca	10	10
Finlandia	8	8
Francia	41	42
Grecia	1	1
Hungría	6	6
Irlanda	27	26
Islandia	2	1
Italia	9	8
Letonia	0	1
Liechtenstein	7	7
Luxemburgo	54	54
Malta	11	9
Noruega	3	3
Países Bajos	26	26
Polonia	1	1
Portugal	13	13
Reino Unido	81	84
Suecia	9	9
Entidades de crédito extracomunitarias	**2**	**2**
Australia	1	1
Canadá	1	1
Filiales de EE. CC. comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	**0**	**0**
Sucursales	**60**	**56**
Entidades de crédito comunitarias	**55**	**52**
Alemania	7	6
Austria	1	1
Bélgica	1	1
Francia	8	8
Irlanda	2	2
Italia	4	5
Luxemburgo	9	8
Países Bajos	6	5
Portugal	7	7
Reino Unido	10	9
Entidades de crédito extracomunitarias	**5**	**4**
Argentina	1	1
Estados Unidos	2	1
Japón	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[1] con participación significativa

III.1

	Participación				
Entidades	**3-5%**	**5-10%**	**10-25%**	**25-50%**	**50-100%**
Abertis	2	–	1	–	–
Acciona	–	–	–	2	–
Acerinox	2	1	2	–	–
ACS	1	1	1	–	–
AENA	1	1	1	–	1
Amadeus	5	1	–	–	–
BBVA	–	1	–	–	–
B. Sabadell	1	1	–	–	–
B. Santander	–	1	–	–	–
Bankia	1	–	–	–	1
Bankinter	3	1	1	–	–
Caixabank	1	–	–	1	–
Cellnex	4	2	–	1	–
DIA	3	1	2	–	–
Enagás	4	1	–	–	–
Endesa	–	–	–	–	1
Ferrovial	1	2	1	–	–
Gas Natural	1	–	3	–	–
Grifols	3	3	–	–	–
Iberdrola	3	1	–	–	–
IAG	1	1	2	–	–
Indra	3	2	2	–	–
Inditex	–	1	–	–	1
Inmobiliaria Colonial	1	2	2	–	–
Mapfre	–	–	–	–	1
Mediaset	1	–	–	–	1
Meliá	1	–	–	–	1
Merlin	2	–	1	–	–
REE	2	1	1	–	–
Repsol	1	2	–	–	–
Sacyr	1	2	3[2]	–	–
Siemens-Gamesa	–	1	-	–	1
Técnicas Reunidas	3	–	–	1	–
Telefónica	–	3	–	–	–
Viscofan	2	2	1	–	–
Total	**54**	**35**	**24**	**5**	**8**

Fuente: CNMV. (1) Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio. (2) Acción concertada entre Disa y Grupo Satocan.

Referencia	Resoluciones
(1/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de enero de 2017**
	Resuelve —en lo relativo a la infracción grave y al sobreseimiento de una infracción muy grave— el expediente sancionador incoado a tres personas físicas por la presunta comisión, por parte de dos de ellas, de una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV —por comunicación o uso de información privilegiada—, y a la tercera por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra x), de la LMV —por utilización de información privilegiada—. Se sobresee una de las infracciones muy graves —por haber sido el autor previamente condenado penalmente por los mismos hechos y fundamento—, y se sanciona al autor de la infracción grave con multa de 28.350 euros.
(2/17)	**Orden Ministerial de 17 de febrero de 2017**
	Resuelve —en lo relativo a la infracción muy grave no sobreseída— el expediente sancionador incoado a tres personas físicas por la presunta comisión, por parte de dos de ellas, de una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV —por comunicación o uso de información privilegiada—, y a la tercera por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra x), de la LMV —por utilización de información privilegiada—. Se sanciona al autor de la infracción muy grave con multa de 4.400.000 euros.
(3/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de febrero de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado, por un lado, a una ESI y una persona física por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV —por manipulación de mercado—, y por otro, a la misma persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 107 quáter 3, letra c), de la LMV —por realización de ventas en corto descubiertas de acciones—. Se sanciona a la ESI con multa de 25.000 euros, y a la persona física con multas por importe global de 40.000 euros.
(4/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de febrero de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 295.4 del TRLMV —por manipulación de mercado—. Se la sanciona con multa de 650.000 euros.
(5/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de abril de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a la sucursal en España de una entidad de crédito extranjera, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 284.1 del TRLMV por la percepción por parte de terceros —en el ámbito del asesoramiento en materia de inversión y de la gestión de carteras— de incentivos no permitidos. Se la sanciona con multa de 1.200.000 euros.
(6/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de abril de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV —por el incumplimiento de normas de conducta en materia de información a los clientes—. Se la sanciona con multa de 500.000 euros.
(7/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 31 de mayo de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de dos infracciones muy graves del artículo 99 de la LMV, una tipificada en la letra l) —por llevanza con vicios esenciales de ciertos registros obligatorios— y la otra en la letra q) —por incumplimiento de restricción de actividad—. Se la sanciona con multas por un importe global de 275.000 euros.
(8/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de junio de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, en relación con la percepción de terceros —en el ámbito del asesoramiento en materia de inversión— de incentivos no permitidos. Se la sanciona con multa de 5 millones de euros.
(9/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de septiembre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra p), de la LMV —por no comunicación de participaciones significativas en sociedad cotizada—. Se la sanciona con multa de 100.000 euros.
(10/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de octubre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI y a su consejero delegado por la presunta comisión de dos infracciones muy graves del artículo 99 de LMV, tipificadas en las letras l) y z) ter, por diversos incumplimientos en materia de requisitos y medidas de organización interna. Se declara el concurso entre las dos infracciones y se sanciona a la ESI con multa de 450.000 euros, y al consejero delegado con sanción de separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en entidades financieras por un plazo de 5 años.
(11/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de octubre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica y dos personas físicas por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV —por la comunicación o uso de información privilegiada—, así como por la presunta comisión adicional, por parte de una de las personas físicas, de una infracción grave del artículo 100, letra x), de la LMV —utilización de información privilegiada—. Se sanciona a la persona jurídica con multa de 136.000 euros; en cuanto a las personas físicas, se sanciona a una de ellas con multa de 60.000 euros, y a la otra con dos multas por importe global de 60.000 euros.

Resolución de expedientes sancionadores en 2017 *(continuación)*

Referencia	Resoluciones
(12/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de octubre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV —por la percepción por parte de terceros, en el ámbito de asesoramiento en materia de inversiones, de incentivos no permitidos—. Se la sanciona con multa de 500.000 euros.
(13/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de octubre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad cotizada y su consejero delegado por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99, letra i), de la LMV —por manipulación de la cotización de sus propias acciones—, y a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 x bis) de la LMV —por no comunicar a la CNMV operaciones sospechosas de abuso de mercado—. Se sanciona a la sociedad emisora y a su consejero delegado con multas de 80.000 y 20.000 euros, respectivamente, y a la entidad de crédito con multa de 40.000 euros.
(14/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de octubre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad gestora de IIC por la presunta comisión de dos infracciones muy graves tipificadas en la letra o) —deficiencias organizativas— y la letra e) —incumplir condiciones de los folletos de dos IIC gestionadas—, ambas del artículo 80 de la LIIC, así como por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 81, letra m), del mismo texto legal —deficiencias en procedimientos de control interno—. Se la sanciona con multas por un importe global de 160.000 euros.
(15/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de noviembre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de dos infracciones muy graves de los apartados 1 y 3 del artículo 286 del TRLMV, por el incumplimiento de obligaciones de notificación y publicación de posiciones cortas, y realización de ventas en corto descubiertas, respectivamente. Se la sanciona con multas por importe global de 190.000 euros.
(16/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de noviembre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a dos personas físicas por la presunta comisión, una de ellas, de una infracción muy grave del artículo 99, letra o), de la LMV —por el uso y la comunicación a un tercero de información privilegiada—, y la otra, de una infracción grave del artículo 100, letra x), de la LMV—por el uso de información privilegiada—. La resolución acuerda el archivo del expediente por existencia de *bis in idem* con sentencia penal relativa a los mismos hechos y personas.
(17/17)	**Resolución del Consejo de la CNMV de 20 de diciembre de 2017**
	Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad gestora de IIC por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 52.1, letra a), de la Ley 25/2005 reguladora de las entidades de capital riesgo, por irregularidades contables en relación con un fondo de capital riesgo gestionado. Se aplica, por resultar más favorable, la nueva Ley 22/2014 reguladora de las entidades de capital riesgo, rebajándose la calificación de la infracción a grave del artículo 94, letra b), del nuevo texto legal. Se la sanciona con multa de 50.000 euros.

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2017 contra resoluciones en materia de sanciones

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Resolución	Acto recurrido
1	26/01/2017	Audiencia Nacional	105/2015	Sentencia	Resolución MECC 02/03/2015
Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con una infracción grave del artículo 100, letra j) bis, de la LMV, por Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de abril de 2014, confirmada en alzada por Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 2 de marzo de 2015.					
2	09/02/2017	Audiencia Nacional	159/2016	Sentencia	Resolución MECC 19/11/2015
Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con una infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 12 de febrero de 2015, confirmada en reposición —al inadmitir el recurso por extemporáneo— por Resolución del mismo Ministerio de 19 de noviembre de 2015.					
3	23/02/2017	Tribunal Supremo	417/2015	Auto	Sentencia AN 29/09/2016
Admite el recurso de casación número 225/2016 interpuesto contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 29 de septiembre de 2016, por considerar la cuestión planteada de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia.					
4	15/03/2017	Tribunal Supremo	398/2009	Sentencia	Sentencia AN 15/04/2014
Desestima el recurso de casación interpuesto contra Sentencia de la Audiencia Nacional de 15 de abril de 2014, confirmando la sanción impuesta a la entidad de crédito recurrente, en relación con infracción muy grave del artículo 99, letra ñ), de la LMV, por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 18 de julio de 2008, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 6 de mayo de 2009.					
5	16/03/2017	Audiencia Nacional	309/2015	Sentencia	Resolución MECC 25/05/2015
Confirma la sanción impuesta a una sociedad gestora de entidades de capital riesgo, en relación con infracción grave del artículo 52.2, letra e), de la Ley 25/2005 de entidades de capital riesgo, por Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de octubre de 2014, confirmada en alzada por Resolución del Ministro de Economía y Competitividad de 25 de mayo de 2015.					
6	17/04/2017	Audiencia Nacional	1098/2014	Sentencia	Resolución MECC 03/03/2014
Confirma la sanción impuesta a una ESI, en relación con infracción grave del artículo 100, letra x) bis, de la LMV, por Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de septiembre de 2013, confirmada en alzada por Resolución del Ministro de Economía y Competitividad de 3 de marzo de 2014.					
7	04/05/2017	Audiencia Nacional	201/2016	Sentencia	Resolución MECC 19/11/2015
Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 12 de febrero de 2015, confirmada en reposición —al inadmitir, por extemporáneo, el recurso interpuesto— por Resolución del mismo Ministerio de 19 de noviembre de 2015.					
8	17/05/2017	Audiencia Nacional	71/2015	Sentencia	Orden MECC 19/12/2014
Estima el recurso contencioso-administrativo interpuesto por una entidad de crédito contra la Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 19 de diciembre de 2014 —que le imponía varias sanciones en relación con infracciones muy graves del artículo 99, letra z) bis, de la LMV— y anula las sanciones impuestas por considerar caducado el procedimiento sancionador.					
9	24/05/2017	Audiencia Nacional	171/2016	Sentencia	Resolución MECC 19/11/2015
Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 12 de febrero de 2015, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 19 de noviembre de 2015, que inadmite por extemporáneo el recurso interpuesto.					
10	26/05/2017	Audiencia Nacional	1278/2014	Sentencia	Resolución MECC 25/03/2014
Estima el recurso contencioso-administrativo interpuesto por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, y anula las sanciones impuestas —en relación con tres infracciones graves de las letras n), o) e y) del artículo 81 de la LIIC— por Resolución del Consejo de CNMV de 23 de octubre de 2013, confirmada en alzada por Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 25 de marzo de 2014.					
11	31/05/2017	Audiencia Nacional	244/2015	Sentencia	Orden MECC 07/04/2015
Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 7 de abril de 2015.					
12	12/06/2017	Tribunal Supremo	105/2015	Auto	Sentencia AN 26/01/2017
Admite el recurso de casación número 1883/2017 interpuesto contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 26 de enero de 2017, por considerar la cuestión planteada de interés casacional objetivo para la formación de jurisprudencia.					
13	18/09/2017	Tribunal Supremo	309/2015	Auto	Sentencia AN 16/03/2017
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación 2742/2017 interpuesto contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 16 de marzo de 2017.					

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2017 contra resoluciones en materia de sanciones *(continuación)*

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Resolución	Acto recurrido
14	**04/10/2017**	**Audiencia Nacional**	**242/2015**	**Sentencia**	**Orden MECC 07/04/2015**
Confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito —en relación con infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV— por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 7 de abril de 2015.					
15	**18/10/2017**	**Tribunal Supremo**	**417/2015**	**Sentencia**	**Sentencia AN 29/09/2016**
Desestima el recurso de casación interpuesto contra Sentencia de la Audiencia Nacional de 29 de septiembre de 2016, y confirma la sanción impuesta a una entidad de crédito, en relación con infracción grave del artículo 100, letra t), de la LMV, por Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de mayo de 2014, confirmada en alzada por Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 16 de octubre de 2015.					
16	**24/10/2017**	**Tribunal Supremo**	**1098/2014**	**Auto**	**Sentencia AN 17/04/2016**
Inadmite, por carecer manifiestamente de interés casacional, el recurso de casación 3352/2017 interpuesto contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de abril de 2016.					
17	**02/11/2017**	**Audiencia Nacional**	**415/2015**	**Sentencia**	**Resolución MECC 28/09/2015**
Estima parcialmente el recurso contencioso-administrativo interpuesto contra la Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 28 de septiembre de 2015, que confirma en reposición las sanciones impuestas a dos entidades de crédito, en relación con tres infracciones muy graves del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, por Orden del mismo Ministerio de 7 de mayo de 2014. Se anulan las dos sanciones impuestas a una de las recurrentes, y se confirma la sanción respecto a la otra.					
18	**02/11/2017**	**Audiencia Nacional**	**789/2016**	**Sentencia**	**Resolución MECC 29/07/2016**
Confirma las sanciones impuestas a una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva y a su presidente —en relación con una infracción muy grave y otra grave de los artículos 80, letra a), y 81, letra m), respectivamente, ambos de la LIIC— por Resolución del Consejo de la CNMV de 30 de septiembre de 2015, confirmada en alzada por Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 29 de julio de 2016.					
19	**02/11/2017**	**Audiencia Nacional**	**807/2016**	**Sentencia**	**Resolución MECC 29/07/2016**
Confirma la sanción impuesta a una ESI, en relación con infracción grave del artículo 100, letra x) ter, de la LMV, por Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de octubre de 2015, confirmada en alzada por Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 29 de julio de 2016.					
20	**16/11/2017**	**Tribunal Supremo**	**316/2013**	**Sentencia**	**Sentencia AN 16/04/2015**
Desestima el recurso de casación interpuesto contra Sentencia de la Audiencia Nacional de 16 de abril de 2015, y confirma las sanciones impuestas a una persona física —administrador de una ESI—, en relación con infracciones muy graves de las letras l) y z) bis del artículo 99 de la LMV, por Orden del Ministro de Economía y Competitividad de 2 de agosto de 2012, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 26 de marzo de 2013.					
21	**16/11/2017**	**Audiencia Nacional**	**409/2016**	**Sentencia**	**Resolución MECC 26/02/2016**
Estima parcialmente el recurso contencioso-administrativo interpuesto contra la Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 26 de febrero de 2016, que confirma en reposición las sanciones impuestas a una ESI y su consejero delegado, en relación con infracciones muy graves de las letras z) bis, l) y z) ter del artículo 99 de la LMV, por Orden del mismo Ministerio de 16 de febrero de 2015. Se rebaja el importe de la multa impuesta a la ESI en relación con la infracción muy grave del artículo 99, letra z) bis, de la LMV, y se confirma el resto de las sanciones impuestas.					
22	**20/11/2017**	**Juzgado Central Contencioso Administrativo n.º 8**	**147/2014**	**Sentencia**	**Resolución MECC 04/10/2013**
Confirma la sanción impuesta a una persona física, en relación con infracción muy grave del artículo 99, letra i), de la LMV, por Orden del Ministerio de Economía y Competitividad de 16 de mayo de 2013, confirmada en reposición por Resolución del mismo Ministerio de 4 de octubre de 2013.					
23	**28/11/2017**	**Audiencia Nacional**	**1/2017 (D.F.)**	**Sentencia**	**Resolución MECIC 30/05/2017**
Desestima el recurso contencioso-administrativo especial para la protección de derechos fundamentales interpuesto contra la Resolución del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de 30 de mayo de 2017, que confirma en alzada la sanción impuesta —en relación con infracción grave del artículo 296.6 del TRLMV— por Resolución del Consejo de la CNMV de 15 de julio de 2016.					
24	**14/12/2017**	**Audiencia Nacional**	**775/2016**	**Sentencia**	**Resolución MECC 26/08/2016**
Confirma la sanción impuesta a una persona física, en relación con infracción grave del artículo 100, letra w), de la LMV, por Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de mayo de 2015, confirmada en alzada por Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 26 de agosto de 2016.					
25	**20/12/2017**	**Audiencia Nacional**	**227/2013**	**Sentencia**	**Resolución MECC 26/03/2013**
Desestima el recurso contencioso-administrativo interpuesto contra la Resolución del Ministerio de Economía y Competitividad de 26 de marzo de 2013, que confirma en reposición la Orden del mismo Ministerio de fecha 2 de agosto de 2012, y confirma las sanciones impuestas a una persona física —administrador de una ESI—, en relación con infracciones muy graves de las letras l) y z) bis del artículo 99 de la LMV.					

Anexos legislativos

A Legislación española

A.1 Comisión Nacional del Mercado Valores

Reglamento de Régimen Interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, texto consolidado del Reglamento aprobado por Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 10 de julio de 2003 (*BOE* 18/07/2003) y posteriores modificaciones aprobadas por las siguientes Resoluciones del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: de 14 de diciembre de 2004 (*BOE* 29/12/2004), 16 de mayo de 2007 (*BOE* 31/05/2007), 5 de noviembre de 2008 (*BOE* 20/11/2008), 21 de enero de 2009 (*BOE* 27/01/2009), 7 de julio de 2010 (*BOE* 15/07/2010), 2 de octubre de 2013 (*BOE* 2/11/2013), 26 de mayo de 2015 (*BOE* 06/06/2015), 20 de abril de 2016 (*BOE* 6/05/2016) y 7 de febrero de 2017 (*BOE* 10/02/2017).

Mediante Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de fecha 7 de febrero de 2017, se llevan a cabo distintos cambios organizativos. Se modifica la estructura de la Dirección General del Servicio Jurídico, prevista en el artículo 31.4, para crear una Dirección General adjunta. La Dirección General del Servicio Jurídico pasa a asumir determinadas competencias nuevas, como la de recibir e impulsar las comunicaciones de presuntas infracciones de las normas de disciplina y ordenación del mercado de valores (*whistleblowing*).

Se encomienda al Departamento de Comunicación la función de gestionar, actualizar y llevar a cabo el mantenimiento de la página web de la CNMV.

Reglamento de Régimen Interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, texto consolidado del Reglamento aprobado por Resolución del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 10 de julio de 2003 (*BOE* 18/07/2003) y posteriores modificaciones aprobadas por las siguientes Resoluciones del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: de 14 de diciembre de 2004 (*BOE* 29/12/2004), 16 de mayo de 2007 (*BOE* 31/05/2007), 5 de noviembre de 2008 (*BOE* 20/11/2008), 21 de enero de 2009 (*BOE* 27/01/2009), 7 de julio de 2010 (*BOE* 15/07/2010), 2 de octubre de 2013 (*BOE* 2/11/2013), 26 de mayo de 2015 (*BOE* 06/06/2015), 20 de abril de 2016 (*BOE* 6/05/2016), 7 de febrero de 2017 (*BOE* 10/02/2017) y 25 de julio de 2017 (*BOE* 31/07/2017).

El objeto principal de la modificación del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV consiste en hacer que el Departamento de Sistemas de Información dependa directamente del Vicepresidente de la CNMV en lugar del Presidente.

La motivación de este cambio viene dada por la especial atención que la CNMV desea prestar al Departamento de Sistemas de Información (artículos 27 y 32).

Se ha aprovechado para introducir algunos cambios mínimos en la relación de funciones de las Direcciones Generales (entre los que destacan la posibilidad de que el director general de Entidades pueda practicar en el registro administrativo inscripciones de alcance menor, como aquellas que deriven de meras comprobaciones documentales, y las relativas a entidades supervisadas) y para hacer algunas correcciones de erratas en la parte del Reglamento de Régimen Interior relativa a la organización de la CNMV.

Acuerdo de 26 de abril de 2017, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

Este acuerdo, conformado por seis capítulos, delega a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo competencias en materia de mercados primarios y secundarios, de informes financieros y corporativos, de infraestructuras de mercados, de resolución preventiva de empresas de servicios de inversión y en el ámbito de la Dirección General de Entidades y de la Dirección General del Servicio Jurídico y Secretaría del Consejo.

Deja sin efecto el Acuerdo de 22 de diciembre de 2016, sobre delegación de competencias.

Tuvo efecto desde el día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, el 5 de mayo de 2017.

Acuerdo de 25 de octubre de 2017, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se modifica el Acuerdo de 26 de abril de 2017, sobre delegación de competencias.

Se modifica el capítulo III del Acuerdo de 26 de abril de 2017, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias. Se delega en el Comité Ejecutivo de la CNMV la facultad de acordar la inclusión de los títulos o certificados a los que se refiere la *Guía técnica 4/2017* en la lista de las cualificaciones.

A.2 Sociedades cotizadas

Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores.

En el ámbito financiero recoge la trasposición de la Directiva 2013/50/UE, que establece los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. La modificación introduce la potestad de la CNMV de suspender el ejercicio de los derechos de voto asociados a los instrumentos financieros que se hayan adquirido sin cumplir con las correspondientes obligaciones de comunicación. Además, aprueba la adaptación a la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores. En este sentido, el título I modifica:

– La Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y, en particular, la definición de firmeza e irrevocabilidad de las órdenes de transferencia, de tal forma que su determinación por los sistemas

pueda ser conforme a los protocolos de funcionamiento de la plataforma paneuropea TARGET2-Securities —a la que se incorporará el depositario central de valores español (Iberclear) en septiembre de 2017—, y los efectos sobre las garantías constituidas.

– El texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, para establecer la suspensión cautelar del ejercicio de los derechos de voto asociados a acciones adquiridas, hasta el momento en el que se constate el cumplimiento de las obligaciones de información relativas a la participación significativa (artículo 125 del TRLMV) en el momento de la incoación o transcurso de un expediente sancionador.

El presente Real Decreto-ley 9/2017 se publicó el pasado 27 de mayo de 2017 en el *Boletín Oficial del Estado*, estableciendo su entrada en vigor de forma inmediata.

A.3 Infraestructuras de mercado

Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez.

La Circular 1/2017 consta de seis normas, una norma derogatoria y una norma final. Adicionalmente, como anexo I, añade el Modelo de Contrato de Liquidez.

La aprobación de la presente circular por parte de la CNMV viene precedida por un proceso de consulta pública en relación con los contratos de liquidez dirigido principalmente a las sociedades emisoras, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, asociaciones de inversores, entidades rectoras de los mercados y otras autoridades competentes.

Asimismo, y con anterioridad a dicha consulta pública, la CNMV comunicó a ESMA a finales de 2016 su intención de considerar los contratos de liquidez una práctica de mercado aceptada, de conformidad con la posibilidad que establece el artículo 13 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado, figura que permite eximir de la prohibición general de manipulación o intento de manipulación del mercado en los casos en los que existe un interés legítimo que justifica la operación. Por su parte, ESMA emitió un dictamen en el que concluyó que la práctica de mercado comunicada por la Comisión es compatible con el artículo 13 del reglamento y que además contiene diversos mecanismos para limitar las amenazas a la confianza en el mercado. Las conclusiones expuestas en el dictamen emitido por ESMA se han tenido en cuenta a la hora de elaborar la circular.

Las principales novedades introducidas por la Circular 1/2017 respecto de la regulación anterior versan fundamentalmente sobre:

– La extensión del ámbito de aplicación de la práctica de mercado a los sistemas multilaterales de negociación.

– El establecimiento de un umbral asociado al promedio medio diario del volumen negociado que podrá ser ejecutado en el marco del contrato de liquidez, el cual será diferente en función de si las acciones objeto del contrato tienen o no un mercado líquido conforme este se define en el artículo 2.1.17 del Reglamento (UE) 600/2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MiFIR).

– La inclusión de un nivel máximo de recursos que podrán ser asignados al contrato de liquidez.

– La obligatoriedad de que el intermediario financiero que ejecuta la práctica de mercado sea un miembro de mercado.

– La necesidad de que en el marco del contrato de liquidez se mantenga a largo plazo el necesario equilibrio entre el volumen de las compras y ventas.

– Las condiciones para la introducción o modificación de las órdenes en los periodos de subasta, referidas fundamentalmente al precio y volumen de dichas órdenes.

– Las condiciones para la realización de operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas, formalizadas conforme a la legislación vigente, de modo que estas solo se permitirán en el caso de que la ejecución de la orden de la que se trate sea a petición de un tercero distinto del emisor de las acciones y del intermediario financiero que actúa en su nombre.

– Las condiciones que resultan de aplicación a la operativa desarrollada al amparo del contrato de liquidez con acciones que se negocien en la modalidad de contratación de *fixing*.

– Los supuestos en los que la operativa del contrato de liquidez debe suspenderse.

Particularmente, la norma primera declara como práctica aceptada la realización de operaciones en virtud de un contrato de liquidez.

Por lo que se refiere a los requisitos de los contratos de liquidez, la norma segunda establece lo siguiente:

– En cuanto a la estructura organizativa del intermediario, los empleados encargados de realizar las operativas sobre los contratos de liquidez respecto del área de gestión de carteras no podrán participar en ninguna operación o gestión relativa a valores del emisor si realizan su actividad en el área de gestión de la cuenta propia o de gestión de órdenes de terceros.

– Por otra parte, se determina que la remuneración al intermediario financiero deberá ser fija, no vinculada a variables.

– Asimismo, el contrato de liquidez debe incluir los mecanismos necesarios para evitar posibles conflictos de interés entre el emisor y el intermediario financiero.

– Expresamente se establece la prohibición de suscribir el contrato de liquidez con más de un intermediario financiero.

– Se incluye la exigencia al intermediario financiero de mantener, al menos durante cinco años, un registro de todas las órdenes introducidas, incluidas aquellas que fueron modificadas o canceladas, estableciendo dicho intermediario financiero los procedimientos internos necesarios para la puesta a disposición de esa información a la CNMV.

– Adicionalmente, se introducen nuevos requisitos en cuanto a los límites de los recursos asociados al contrato de liquidez, dependiendo de si las acciones

objeto del mismo tienen o no un mercado líquido, conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.17 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) en concreto:

- En los casos en que las acciones objeto del contrato de liquidez tengan un mercado líquido, el efectivo y las acciones aportadas a dicho contrato no podrán exceder conjuntamente del efectivo y las acciones que el intermediario financiero precisaría si operase exclusivamente durante 13 sesiones bursátiles, bien por el lado de las compras o por el de las ventas (respetando los límites de volumen diario máximo indicados anteriormente), con un límite equivalente a 20 millones de euros.

- En los casos en que las acciones objeto del contrato de liquidez no tengan un mercado líquido, el efectivo y las acciones aportadas a dicho contrato no podrán exceder de, al menos, uno de los siguientes límites: i)el 25% del promedio diario del volumen negociado por el intermediario financiero que operase exclusivamente, bien por el lado de las compras o por el de las ventas, durante 20 sesiones bursátiles; ii) el resultado de multiplicar el 1% del capital social del emisor por el precio de cierre de la cotización de la acción el día previo a la formalización del contrato de liquidez.

En cuanto a las condiciones para operar se configuran en la norma tercera.

Como principal novedad, se libera la actuación del intermediario financiero, permitiéndole comprar o vender mediante operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas, si bien se limita exclusivamente a cuando sean a iniciativa de un tercero distinto del emisor y del intermediario financiero.

Igualmente, la nueva Circular 1/2017 establece límites en la operativa del intermediario financiero, recogiendo que el volumen diario ejecutado por este al amparo del contrato de liquidez no podrá superar:

– El 15% del promedio diario del volumen negociado en el mercado de órdenes en las 30 sesiones anteriores, cuando el contrato de liquidez se haya suscrito por un emisor cuyas acciones tengan un mercado líquido, de conformidad con el MiFIR.

– El 25% del promedio diario del volumen negociado en el mercado de órdenes en las 30 sesiones anteriores, cuando el contrato de liquidez se haya suscrito por un emisor cuyas acciones no tengan un mercado líquido, de conformidad con MiFIR. A efectos del cálculo de dicho porcentaje, la circular establece que se tomará en consideración el volumen diario contratado de acciones propias en el conjunto de los centros de negociación en los que se realice la operativa, incluyendo además las acciones del emisor contratadas en las operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas, cuando sean a iniciativa de un tercero distinto al emisor y al intermediario financiero.

En cuanto a las condiciones que el intermediario financiero debe cumplir durante los periodos de subasta y muy especialmente en las de cierre, la Circular 1/2017 establece como novedades:

– Un límite al volumen acumulado de acciones introducidas por el intermediario (no debe superar el 10% del volumen teórico resultante de la subasta en el momento de introducción de dichas órdenes).

– La imposibilidad de que el intermediario financiero mantenga órdenes de compra y venta de acciones con carácter simultáneo en cada momento.

– La prohibición de introducir órdenes de mercado o por lo mejor.

– Que los precios de las órdenes de compra no podrán ser superiores ni inferiores a determinados límites.

Se extienden las condiciones para operar a la operativa que desarrolle el intermediario financiero en subastas correspondientes al sistema de contratación de *fixing*, si bien se establecen algunas particularidades, que, claramente, antes no se regulaban, en concreto:

– El promedio diario, para el volumen diario permitido de operaciones, se calculará sobre las 30 sesiones anteriores en las que haya habido negociación en el valor.

– El intermediario financiero deberá introducir las órdenes con una anticipación suficiente respecto del momento de la resolución de la subasta.

Por último, la circular amplía la obligación de control de los intermediarios financieros a todas las condiciones que se recojan en ella (no solo a las obligaciones de operar), estableciendo que dichos sujetos deberán «contar con los controles y mecanismos necesarios para monitorizar y asegurar el cumplimiento de las condiciones» establecidas en la misma.

Por lo que se refiere a los requisitos de información en la **norma cuarta** se introducen novedades en las obligaciones de información pública que el emisor de los valores deberá realizar en atención a la operativa derivada del contrato de liquidez.

En cuanto a las obligaciones de información pública que con carácter trimestral se realicen de la operativa derivada del contrato de liquidez, se establece la obligación de informar sobre determinados aspectos como son:

– Si las operaciones se han contratado a través de operativa de bloques o se han negociado bilateralmente.

– El efectivo empleado y obtenido.

– Los precios medios de compra y venta.

– El número de operaciones realizadas.

– El saldo de la cuenta de valores y de la cuenta de efectivo, todo ello a la fecha del periodo del que se informe y a la firma del referido contrato.

En las obligaciones de información pública sobre los supuestos de resolución de los contratos de liquidez, el emisor deberá comunicar acerca del desarrollo de la ejecución del contrato y las razones o causas que han motivado la resolución. Introduce dos nuevas obligaciones de información para el emisor, en concreto:

– En los supuestos de suspensión del contrato de liquidez contemplados en la norma quinta, teniendo el emisor que informar de la suspensión y del motivo que la origina.

– Teniendo que hacerlo sobre el detalle de las operaciones de compra y venta realizadas por el intermediario financiero en los supuestos contemplados en determinados apartados de la norma segunda (apartados 7.2 y 7.3, referentes al equilibrio y la proporcionalidad de acciones y efectivo, y a la adquisición previa de acciones para depositar en la cuenta de valores, respectivamente), dentro de los cinco días hábiles bursátiles siguientes a su realización. En este último supuesto, el emisor deberá asegurarse de que dichas comunicaciones estén disponibles para la consulta por el público durante un plazo de cinco años, a contar desde el momento en que dicha información se hizo pública por primera vez.

En relación con las restricciones, la norma quinta establece como novedad en este ámbito uno de los supuestos de suspensión de la operativa de los contratos de liquidez, en particular el relativo a las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones del emisor. En este sentido la Circular 1/2017 viene a clarificar que será en estos supuestos cuando en ellos «se desarrollen operaciones de estabilización al amparo de lo previsto en el artículo 5 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 durante el periodo en el que se desarrolle la estabilización y hasta la comunicación de la fecha en que se haya realizado por última vez la estabilización o del ejercicio de la opción *greenshoe*».

Deroga la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre contratos de liquidez.

La circular fue publicada en el *Boletín Oficial del Estado* con fecha de 10 de mayo de 2017 y entró en vigor transcurridos dos meses desde dicha publicación.

Real Decreto 827/2017, de 1 de septiembre, por el que se modifica el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

Esta norma introduce como principales modificaciones: i) la adaptación de la referencia de la anterior normativa a la actualmente vigente (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores); ii) dota a la página web de la entidad emisora de especial importancia en lo relativo a la publicación del plazo de presentación de los títulos para su transformación en anotaciones en cuenta, dado que ya no deberán publicarse en «los diarios de mayor circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio», sino en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en la página web de la entidad; iii) permite la utilización no solo de las cuentas propias, sino también de las cuentas individuales y las cuentas globales para que las entidades participantes depositen los valores de los que sean titulares; iv) autoriza la constitución de depósitos en la Caja General de Depósitos para hacer frente a los pagos por precios públicos; v) y deroga el artículo 46 y la disposición adicional segunda del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre.

Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

Este real decreto-ley tiene por objeto regular determinados aspectos del régimen jurídico de los centros españoles de negociación de instrumentos financieros con el fin de garantizar su plena homologación con los estándares contenidos en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MiFID II).

Mediante esta norma se han incorporado al ordenamiento español las normas relativas a los centros españoles de negociación de instrumentos financieros (sistemas organizados de contratación de valores), cuya entrada en vigor inmediata se ha considerado necesaria para el funcionamiento básico de las entidades financieras y empresas de servicios de inversión en relación con estos y el de los propios centros de negociación. Así se evitan las posibles disrupciones que podrían generar graves dificultades en el sistema financiero español en un momento de importantes cambios a escala de la Unión Europea.

Este real decreto-ley se estructura en dos ámbitos: uno que incluye las normas de organización y funcionamiento de los mercados regulados, de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y de los sistemas organizados de contratación (SOC), así como algunas disposiciones relativas a facultades de la CNMV que afectan a todos los tipos de mercados; y un segundo ámbito que contempla el nuevo régimen sancionador.

Está compuesto por cuatro títulos:

I. Los mercados regulados.

En primer lugar, se trasponen las materias relativas a su organización y funcionamiento, impuestas por MiFID II para los propios mercados y los órganos rectores, en cuestiones tales como la autorización que deberán obtener de la CNMV en el plazo de seis meses y su régimen jurídico. En cuanto a la regulación de los organismos rectores, se introducen nuevos requisitos en materia de gobierno corporativo en temas como nombramientos y conflictos de interés, se regula la supervisión por parte de la CNMV, el acceso electrónico directo, las normas sobre comisiones para que sean transparentes, equitativas y no discriminatorias, la sincronización de los relojes comerciales, los mecanismos de gestión de la volatilidad, los acuerdos de creación de mercado, etc. Dentro de esta sección merece especial mención la regulación de los sistemas de negociación algorítmicos, tales como la prevención de anomalías en las condiciones de negociación, señalización de órdenes generadas mediante negociación algorítmica, etc.

Posteriormente, en la sección relativa a la negociación de instrumentos financieros en mercados regulados, se contienen cuestiones relativas a la admisión a negociación y la suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros por los organismos rectores de mercados regulados y por la CNMV.

Por último, dentro de la sección dedicada al acceso a un mercado regulado, se contempla, entre otros aspectos, la supervisión del cumplimiento de las normas del mercado regulado y de otras obligaciones legales, la elección del sistema de compensación y liquidación o de la entidad de contrapartida central, y el derecho de los miembros a designar un sistema de liquidación.

II. Los sistemas multilaterales de negociación y los nuevos sistemas organizados de contratación.

Se contemplan las normas comunes a ambos sistemas, tales como su creación —que estará sujeta al régimen de autorización previa y supervisión por la CNMV—, sus requisitos de organización y funcionamiento, tales como el acceso, la información, la suspensión y exclusión de instrumentos financieros de la negociación por organismos rectores o empresas que gestionen un SMN o un SOC, etc. Adicionalmente, se establecen los requisitos específicos para cada uno de los sistemas. Estos centros de negociación tendrán un tratamiento regulatorio favorable en la normativa europea y eso les permitirá fomentar el acceso de las pymes al mercado de capitales, con lo que mejorarán sus posibilidades de financiación.

III. Otras disposiciones que afectan a los centros de negociación.

Se establecen las medidas preventivas según las cuales, cuando España sea Estado miembro de acogida de un mercado regulado, un SMN o un SOC y la CNMV tenga motivos claros y demostrables para creer que dicho mercado regulado, SMN o SOC infringe las obligaciones derivadas de las disposiciones adoptadas en virtud de MiFID II, comunicará los hechos a la autoridad competente del Estado miembro de origen del mercado regulado o del SMN o SOC.

En el caso de que, pese a las medidas adoptadas por la autoridad competente del Estado miembro de origen, dicho mercado regulado, SMN o SOC persista en una actuación claramente perjudicial para los intereses de los inversores en España o para el funcionamiento correcto de los mercados, la CNMV adoptará todas las medidas pertinentes para su protección. Entre las medidas se incluirá la posibilidad de impedir que dicho mercado regulado, SMN o SOC ponga sus mecanismos a disposición de miembros remotos establecidos en España.

IV. El régimen de infracciones y sanciones.

Se desarrolla el régimen sancionador que tipifica las infracciones relacionadas con dichas nuevas obligaciones.

El presente Real Decreto 21/2017 entró en vigor el 3 de enero de 2018.

A.4 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito

Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera.

Este real decreto-ley regula una serie de medidas de carácter urgente en relación con el sector financiero, con la finalidad de permitir que determinadas entidades de crédito adopten políticas y estrategias para mejorar su resistencia a los riesgos que pueden surgir en el ejercicio de su actividad, así como facilitar el cumplimiento de los requisitos establecidos por la nueva regulación financiera y adecuarla a los estándares internacionales y europeos.

Se incorpora expresamente al régimen jurídico de las cooperativas de crédito la posibilidad de integrarse en sistemas institucionales de protección previstos en la normativa europea, adoptando una serie de medidas destinadas a facilitar su constitución y

a potenciar su eficaz funcionamiento, y se introduce, siguiendo los estándares internacionales, una especialidad en el régimen concursal de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, como es la distinción entre créditos preferentes y no preferentes dentro de la categoría de los créditos ordinarios.

A tal fin, esta norma modifica la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito; el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito; la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión; y el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Se modifica el artículo 217.3, apartado c), del TRLMV, de modo que «no se considerarán productos no complejos los instrumentos financieros de deuda emitidos por entidades de crédito o entidades de servicios de inversión que a su vez sean admisibles para la recapitalización interna en un contexto de resolución». De este modo, se está otorgando una mayor protección al inversor, en consonancia con el nuevo marco normativo de resolución creado a nivel europeo.

Este real decreto-ley entró en vigor al día siguiente de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

Real Decreto 683/2017, de 30 de junio, por el que se modifica el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 634/2015, de 10 de julio, en relación con la cobertura del riesgo de crédito en entidades financieras.

Entre las disposiciones transitorias añadidas en esta norma, destaca la séptima, que establece para los fondos de titulización a los que se refiere el título III de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, la aplicación transitoria del artículo 9 del citado reglamento en la redacción que del mismo existía hasta ese momento, ya que la normativa contable de este tipo de entidades no ha sido objeto de ninguna modificación similar a la que se ha producido en el caso de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

«Disposición transitoria séptima. Deterioro de instrumentos de deuda de los fondos de titulización.

En tanto se mantenga la redacción original de la Circular 2/2016, de 20 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización, en lo referente a las correcciones por deterioro de valor de los instrumentos de deuda valorados por su coste amortizado de los fondos de titulización a que se refiere el título III de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, la deducibilidad de las dotaciones correspondientes a las mismas se determinará aplicando los criterios establecidos en el artículo 9 de este Reglamento en su redacción vigente a 31 de diciembre de 2015».

Circular 3/2017, de 29 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre obligaciones de publicidad a través de la página web de las Empresas de Servicios de Inversión en materia de gobierno corporativo y política de remuneraciones y por la que se modifica la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y

estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo.

La CNMV está habilitada para especificar los términos en que tiene que estar configurada la página web y la información relativa a gobierno corporativo y política de remuneraciones que las empresas de servicios de inversión, en función de su naturaleza, escala y complejidad, han de incluir en ella. De acuerdo con el artículo 31.5 ter, tales obligaciones de publicidad no resultan de aplicación a las empresas de servicios de inversión que no presten el servicio auxiliar de custodia, que presten únicamente uno o varios de los servicios de recepción y transmisión de órdenes, ejecución, gestión discrecional de carteras y asesoramiento en materia de inversión, y que no estén autorizadas para tener en depósito dinero o valores de clientes, razón por la cual nunca puedan hallarse en situación deudora respecto de dichos clientes. Esta circular establece que las empresas de servicios de inversión sujetas a tales obligaciones publiquen en su web, en un apartado denominado «Gobierno corporativo y política de remuneraciones», diversa información, entre la que resulta destacable la referida a sus estatutos sociales y otras normas de organización interna, a su estructura organizativa y procedimientos de control interno y a la composición de los diversos órganos de gobierno de los que estén dotadas.

En relación con la información sobre política de remuneraciones, se podrá incluir la información prevista sobre esta materia en la presente circular en el apartado denominado «Gobierno corporativo y política de remuneraciones» o incluir en este un enlace directo al documento denominado «Información sobre solvencia», al que se refiere el artículo 191 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

La disposición adicional modifica la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo, para incorporar el nuevo tratamiento contable de los activos intangibles, con la finalidad, entre otros, de establecer una regulación armonizada.

A.5 Instituciones de inversión colectiva, fondos de titulización y entidades de capital riesgo

Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

El crecimiento de la comercialización transfronteriza de productos de inversión colectiva hace necesario modificar la Circular 2/2011 para tener una visión general de

la comercialización de IIC extranjeras en España, con el fin de conocer la evolución y las características de este segmento del mercado.

Por este motivo, se modifica el estado estadístico A01 para incorporar nuevas variables, tanto cuantitativas como cualitativas.

Por otra parte, se incluyen de manera explícita como sujetos obligados al envío de información estadística las IIC extranjeras no armonizadas. De manera que toda IIC extranjera que se comercialice en España está obligada al envío del estado estadístico A01.

A.6 Otras normas

Real Decreto-ley 1/2017, de 20 de enero, de medidas urgentes de protección de consumidores en materia de cláusulas suelo.

Esta norma —que cuenta con exposición de motivos, cuatro artículos, tres disposiciones adicionales, una disposición transitoria única, una disposición derogatoria única y cuatro disposiciones finales— establece un procedimiento de solución extrajudicial con carácter previo a la interposición de una eventual demanda judicial, sin coste adicional para el consumidor e imperativo de atender por parte de las entidades de crédito para recuperar los intereses pagados en exceso en virtud de cláusulas suelo no válidas. Durante el tiempo en que se sustancie la reclamación previa, las partes no podrán ejercitar contra la otra ninguna acción judicial ni extrajudicial en relación con su objeto.

En fase judicial, se fijan medidas respecto a las costas procesales que incentiven el reconocimiento extrajudicial del derecho del consumidor y el allanamiento por parte de las entidades de crédito, persiguiendo estas medidas adoptadas que el consumidor vea restablecido su derecho en el plazo más breve posible y evitarle tener que agotar un proceso judicial que se dilate en el tiempo.

Por último, se regula el tratamiento fiscal de las cantidades percibidas por la devolución de las cláusulas de limitación de tipos de interés de préstamos derivadas de acuerdos celebrados con las entidades financieras, a cuyo fin se modifica la normativa del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Este real decreto-ley entró en vigor el 22 de enero de 2017.

Orden HFP/633/2017, de 28 de junio, por la que se aprueban los modelos de poderes inscribibles en el Registro Electrónico de Apoderamientos de la Administración General del Estado y en el registro electrónico de apoderamientos de las Entidades Locales y se establecen los sistemas de firma válidos para realizar los apoderamientos *apud acta* a través de medios electrónicos.

Esos modelos de poderes se distinguen de acuerdo con las categorías legalmente establecidas:

– Un poder general para que el apoderado pueda actuar en nombre del poderdante en cualquier actuación administrativa y ante cualquier Administración. Modelo 1, que se incluye en el anexo I de la orden.

– Un poder para que el apoderado pueda actuar en nombre del poderdante en cualquier actuación administrativa ante una Administración, entidad u organismo concreto. Modelo 2, que se incluye en el anexo II de la orden.

– Un poder para que el apoderado pueda actuar en nombre del poderdante únicamente para la realización de determinados trámites especificados en el poder. Modelo 3, que se incluye en el anexo III de la orden.

– Un modelo 4, que se incluye en el anexo IV de la orden, para revocar los poderes otorgados.

La presente orden entró en vigor el 2 de enero de 2018. Se derogan expresamente los anexos I, II y III de la Orden HAP/1637/2012, de 5 de julio, por la que se regula el Registro Electrónico de Apoderamientos.

Resolución de 7 de junio de 2017, de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por la que se acuerda adoptar las medidas necesarias para ejecutar la decisión de la Junta Única de Resolución, en su sesión ejecutiva ampliada de fecha 7 de junio de 2017, por la que se ha adoptado el dispositivo de resolución sobre la entidad Banco Popular Español, S.A., en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 29 del Reglamento (UE) n.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución, y se modifica el Reglamento (UE) n.º 1093/2010.

El FROB procede así a implementar las medidas acordadas por la Junta Única de Resolución (JUR) en el dispositivo por el que la JUR ha establecido que concurren en Banco Popular los requisitos normativamente exigidos para la declaración en resolución de la entidad por considerar que esta se encuentra en graves dificultades, sin que existan perspectivas razonables de que otras medidas alternativas del sector privado puedan impedir su inviabilidad en un plazo de tiempo suficiente y por ser dicha medida necesaria para el interés público.

Real Decreto-ley 15/2017, de 6 de octubre, de medidas urgentes en materia de movilidad de operadores económicos dentro del territorio nacional.

Mediante la aprobación de este real decreto-ley se lleva a cabo la modificación del artículo 285.2 de la Ley de Sociedades de Capital, el cual queda redactado de la siguiente manera:

«Por excepción a lo establecido en el apartado anterior el órgano de administración será competente para cambiar el domicilio social dentro del territorio nacional, salvo disposición contraria de los estatutos. Se considerará que hay disposición contraria de los estatutos solo cuando los mismos establezcan expresamente que el órgano de administración no ostenta esta competencia».

Es decir, salvo que los estatutos digan claramente lo contrario, el órgano de administración (tanto el Consejo de Administración como los administradores) puede cambiar el domicilio a cualquier lugar de España, sin que sea necesaria la aprobación de la Junta General de Socios.

Este real decreto-ley entró en vigor el día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014.

Esta nueva norma, además de trasponer la normativa europea, contiene en su exposición de motivos y en su artículo 1, la exteriorización de otras finalidades y principios.

Uno de ellos es el de reducir la burocracia y las cargas administrativas (*administrative burdens*). No obstante, la ley tiene 347 artículos, 53 disposiciones adicionales, 5 transitorias, 1 derogatoria, 16 finales y 6 anexos, destacando su carácter detallado y cuasi reglamentario.

Otro de los objetivos de la norma es la lucha contra la corrupción, para lo cual cita como principio el de integridad, principio del que se deduce la necesaria objetividad que se exige a las Administraciones públicas en el artículo 103 de la *Constitución Española*, así como de la interdicción de la arbitrariedad de los poderes públicos del artículo 9.3 de la *Constitución Española*.

Además, la ley pretende incluir entre sus criterios de adjudicación aspectos medioambientales, sociales y de innovación, erigiéndose, según sus propias palabras, en un instrumento para implementar políticas públicas. En este mismo sentido, busca abrir la contratación a las pymes. Es esta una forma de adecuar la normativa europea a la realidad del tejido empresarial español.

También se cita, ya en línea con otras normas de este ámbito, la necesidad de perseguir la calidad (la relación calidad-precio o el obtener obras, servicios y suministros de calidad) y, por tanto, se busca endurecer la normativa para evitar las ofertas anormalmente bajas.

Por último, la Ley 9/2017, como cualquier otra de materia administrativa, invoca los principios constitucionales de seguridad jurídica, transparencia, proporcionalidad, igualdad y no discriminación.

Este real decreto-ley entró en vigor a los cuatro meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

Esta norma traspone al ordenamiento jurídico interno la **Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014,** por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

La exposición de motivos del real decreto-ley efectúa una amplia descripción del contenido de la citada directiva, poniendo el acento en la importancia que esta

confiere a la divulgación de la información no financiera, «como pueden ser los factores sociales y medioambientales», con especial atención a las políticas de diversidad de competencias y puntos de vista «que apliquen a su órgano de administración respecto a cuestiones como la edad, el sexo, la discapacidad, o la formación y experiencia profesional». En el estado de información no financiera que deben preparar las empresas a las que es de aplicación la directiva —y, por tanto, a las que será de aplicación según la normativa española modificada por el real decreto-ley—, pueden incluirse referencias a medidas adoptadas «para garantizar la igualdad de género, la aplicación de convenios fundamentales de la Organización Internacional del Trabajo, las condiciones de trabajo, el diálogo social, el respeto del derecho de los trabajadores a ser informados y consultados, el respeto de los derechos sindicales, la salud y seguridad en el lugar de trabajo y el diálogo con las comunidades locales y las medidas adoptadas para garantizar la protección y el desarrollo de esas comunidades».

Este real decreto-ley entró en vigor el día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

Real Decreto-ley 19/2017, de 24 de noviembre, de cuentas de pago básicas, traslado de cuentas de pago y comparabilidad de comisiones.

El objetivo de este real decreto-ley es garantizar el derecho universal de acceso a una cuenta de pago básica, mejorar la transparencia y la comparabilidad de las comisiones aplicadas a las cuentas de pago y agilizar el traslado de cuentas de pago.

Respecto a la delimitación del ámbito objetivo, hay que destacar que la norma establece una regulación específica de las cuentas de pago básicas. Además, reglamenta el traslado y la comparabilidad de las comisiones aplicadas por los servicios prestados en cualquier cuenta de pago, tenga o no la condición de básica.

Por lo que se refiere al ámbito subjetivo, es preciso señalar que las disposiciones de esta norma se aplican a las personas físicas que actúan con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión. Del lado de los oferentes de servicios, el ámbito de aplicación de la norma es distinto en función de la materia regulada. Así, en el caso de comparabilidad de servicios y comisiones de cuentas de pago o en el caso de traslado de cuentas de pago, los sujetos obligados por el real decreto-ley son los proveedores de servicios de pago.

Para todas las cuentas en general, el real decreto-ley establece el derecho al traslado a otra entidad o dentro de la misma, obligación que afecta a todos los proveedores de servicios de pago, no solo a las entidades de crédito. El traslado se efectuará de forma rápida, ágil y eficaz en un periodo máximo de 13 días. Además, los proveedores de servicios de pago podrán denegar el traslado del saldo de una cuenta de pago a aquellos clientes que tengan obligaciones pendientes de cargo en dicha cuenta. Además, se va más allá de la directiva, al permitir a los consumidores la cancelación de cuentas en 24 horas.

En cuanto a las comisiones, el real decreto-ley establece que los proveedores de servicios de pago proporcionarán al cliente o potencial cliente un documento informativo de las comisiones con suficiente antelación. Además, deberán proporcionarle cada año, y de forma gratuita, un estado de todas las comisiones en que hayan incurrido para los servicios asociados a una cuenta de pago.

En este contexto, el Banco de España podrá establecer los requisitos que deben cumplir ambos documentos, que habrán de ser precisos, breves y con una estructura clara. Dispondrá de un sitio web, de acceso gratuito, que permita comparar las comisiones que aplican los proveedores de servicios de pago.

Este real decreto-ley entró en vigor el día de su completa publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

B Legislación europea

B.1 Centros de negociación

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión:

Reglamento Delegado (UE) 2017/751 de la Comisión, de 16 de marzo de 2017, por el que se modifican los Reglamentos Delegados (UE) 2015/2205, (UE) 2016/592 y (UE) 2016/1178 en lo que respecta al plazo para el cumplimiento de las obligaciones de compensación de determinadas contrapartes que negocian con derivados extrabursátiles, publicado el 29 de abril de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/568 de la Comisión, de 24 de mayo de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la admisión de instrumentos financieros a negociación en mercados regulados, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/569 de la Comisión, de 24 de mayo de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/570 de la Comisión, de 26 de mayo de 2016, que completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros por lo que se refiere a las normas técnicas de regulación para la determinación de un mercado importante en términos de liquidez en relación con las notificaciones de una interrupción temporal de la negociación, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/572 de la Comisión, de 2 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del

Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la especificación de la oferta de datos pre-negociación y post-negociación y al nivel de desagregación de los datos, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/573 de la Comisión, de 6 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros en lo que respecta a las normas técnicas de regulación referentes a los requisitos destinados a garantizar servicios de localización compartida y estructuras de comisiones equitativos y no discriminatorios, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/575 de la Comisión, de 8 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros en lo que atañe a las normas técnicas de regulación aplicables a los datos que deben publicar los centros de ejecución sobre la calidad de ejecución de las operaciones, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y será aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/577 de la Comisión, de 13 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables al mecanismo de limitación de volumen y la información a efectos de transparencia y de otros cálculos, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/582 de la Comisión, de 29 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación que establecen la obligación de compensación para los instrumentos derivados negociados en mercados regulados y el plazo de aceptación de la compensación, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/583 de la Comisión, de 14 de julio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los requisitos de transparencia aplicables a los centros de negociación y las empresas de servicios de inversión con relación a los bonos, los productos de financiación estructurada, los derechos de emisión y los derivados, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/584 de la Comisión, de 14 de julio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos organizativos de los centros de negociación, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Reglamento Delegado (UE) 2017/587 de la Comisión, de 14 de julio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de transparencia aplicables a los centros de negociación y las empresas de servicios de inversión respecto de las acciones, los recibos de depositario, los fondos cotizados, los certificados y otros instrumentos financieros similares y a las obligaciones de realización de las operaciones respecto de ciertas acciones en un centro de negociación o por un internalizador sistemático, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/588 de la Comisión, de 14 de julio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas al régimen de variación mínima de cotización aplicable a las acciones, los recibos de depositario y los fondos cotizados, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/592 de la Comisión, de 1 de diciembre de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los criterios para determinar cuándo debe considerarse que una actividad es auxiliar de la principal, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los veinte días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1005 de la Comisión, de 15 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto al formato y el calendario de las comunicaciones y la publicación de la suspensión y exclusión de instrumentos financieros de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2194 de la Comisión, de 14 de agosto de 2017, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y

del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a los paquetes de órdenes.

El presente reglamento señala las condiciones en las que existe un mercado líquido para un paquete de órdenes en su conjunto, así como criterios específicos por clase de activos para las siguientes órdenes. Concretamente, los paquetes de órdenes compuestos exclusivamente por derivados sobre: i) tipos de interés, ii) acciones e instrumentos asimilados, iii) de créditos y (iv) sobre materias primas.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2294 de la Comisión, de 28 de agosto de 2017, que modifica el Reglamento (UE) 2017/565 en lo que respecta a la especificación de la definición de los internalizadores sistemáticos a efectos de la Directiva 2014/65/UE.

El presente reglamento entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2417 de la Comisión, de 17 de noviembre de 2017, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la obligación de negociación para determinados derivados.

El presente reglamento entró en vigor el día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/2446 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2017, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1368 por el que se establece una lista de los índices de referencia cruciales utilizados en los mercados financieros, de conformidad con el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entró en vigor el día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

B.2 Emisores y cotizadas

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, publicada el 20 de mayo de 2017.

Esta directiva modifica la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, que viene a establecer los requisitos relativos al ejercicio de determinados derechos de los accionistas en las juntas generales de sociedades que tengan su domicilio social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado que esté situado u opere en un Estado miembro. La Comisión, en su comunicación «Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo – un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas», de 12 de

diciembre de 2012, anunció una serie de medidas en el ámbito del gobierno corporativo con las que pretendía la implicación a largo plazo de los accionistas y aumentar la transparencia entre las sociedades y los inversores. En este sentido, la Directiva 2017/828 hace suyos los principios y objetivos puestos de manifiesto en la dicha comunicación, destacando como principales novedades, las siguientes:

– La inclusión de tres nuevos capítulos:

  • Capítulo I bis, en el que se establece el régimen y las obligaciones a las que quedan sometidos los Estados miembros en relación con: i) el derecho de las sociedades a identificar a sus accionistas; ii) la información que deben transmitir los intermediarios a la sociedad; iii) el deber de los intermediarios de facilitar a los accionistas el ejercicio de sus derechos; y iv) el régimen de transparencia de las tarifas de los intermediarios.

  • Capítulo I ter, en el que se establece el régimen y las obligaciones a las que quedan sometidos los Estados miembros en relación con: i) el deber de los Estados miembros de garantizar que los inversores institucionales y los gestores de activos cumplan los requisitos establecidos a estos efectos en la directiva, o publiquen una explicación clara y motivada sobre las razones por las que han decidido no cumplir alguno de los requisitos («cumplir o explicar»); ii) la transparencia de la estrategia de inversión de los inversores institucionales; y iii) la transparencia de los gestores de activos y asesores de voto.

  • Capítulo II bis, en el que se establece que la Comisión estará asistida por el Comité Europeo de Valores y que los Estados miembros i) establecerán el régimen de medidas y sanciones aplicables en caso de incumplimiento de las disposiciones nacionales aprobadas en virtud de la presente directiva y ii) adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su ejecución.

– La inclusión de nuevos artículos relativos a:

  • El derecho de voto sobre la política de remuneración de los administradores.

  • La información que se debe facilitar y el derecho a votar sobre el informe relativo a las remuneraciones de los administradores.

  • La transparencia y aprobación de las operaciones con partes vinculadas.

La directiva se publicó el pasado 20 de mayo de 2017 y prevé una *vacatio legis* de 20 días desde su publicación. Los Estados miembros deberán adoptar las medidas necesarias para dar cumplimiento a la directiva en un plazo máximo hasta el 10 de junio de 2019.

Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

El Parlamento Europeo y el Consejo aprobaron el 5 de abril y el 16 de mayo de 2017, respectivamente, el Reglamento 2017/1129, sobre el folleto que debe publicarse en

caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. Entre las principales novedades del Reglamento de Folletos destacan:

Las excepciones a la obligación de publicación del folleto informativo:

– Se reduce de 5 a 1 millón de euros el importe a partir del cual resulta obligatorio (ampliable a 8 millones por los Estados miembros en función del tamaño de sus mercados).

– Se amplía el alcance de las admisiones a cotización de valores fungibles con valores ya admitidos a cotización en el mismo mercado regulado y se aumenta el límite a aquellos que representen menos del 20% (antes 10%).

– En determinados casos, estará exenta de la obligación de publicación del folleto la admisión a cotización resultante de la conversión o canje de otros valores o del ejercicio de los derechos conferidos por otros valores, siempre que sean de la misma clase que las acciones ya admitidas a negociación en el mismo mercado regulado y que representen menos del 20% del volumen de acciones ya admitidas (anteriormente no existía límite alguno).

– Se incluye, como excepción en el supuesto de admisión a cotización en un mercado regulado de valores, los resultantes de la conversión o canje de otros valores, fondos propios o pasivos admisibles por parte de una autoridad de resolución en el ejercicio de sus competencias, conforme a lo previsto en la Directiva 2014/59/UE.

– No será obligatoria la publicación de un folleto en el caso de valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, cuando el importe agregado total de la oferta en la Unión Europea sea inferior a 75 millones de euros (en un periodo 12 meses), siempre que los valores reúnan dos condiciones.

– Adicionalmente, la previsión de que el emisor, oferente o persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado pueda voluntariamente elaborar, cuando se dé alguna de las excepciones previstas, un folleto de conformidad con lo previsto en el reglamento.

En relación con la nota de síntesis:

– Se excluye la obligación de publicación de una nota de síntesis bien cuando el folleto se refiera a la admisión a cotización en un mercado regulado de valores no participativos, bien cuando los valores vayan a cotizarse únicamente en un mercado regulado o en un segmento específico de este, al que solo pueden tener acceso inversores cualificados, o bien cuando los valores posean un valor unitario mínimo de 100.000 euros.

– La nota de síntesis tendrá una extensión máxima de 7 páginas a tamaño A4 una vez impresa y el número máximo de factores de riesgo a incluir en la nota de síntesis se limita a 15.

– En los casos en los que el Reglamento (UE) 1286/2014 exige la publicación de un documento de datos fundamentales, el emisor, el oferente o la persona que

solicite la admisión a cotización podrá sustituir el contenido de la nota de síntesis por la información definida en dicho reglamento. Por su parte, los Estados miembros podrán exigir que se sustituya el contenido de la nota de síntesis por la información definida en el citado reglamento.

La regulación explicita por primera vez de los factores de riesgo, que deberán presentarse por categorías atendiendo a su naturaleza y ordenarse según su materialidad. Así, se dispone lo siguiente:

– Los factores de riesgo deben limitarse a aquellos que el emisor considere de mayor relevancia para el inversor y sus valores a la hora de tomar una decisión de inversión. El folleto no incluirá riesgos de tipo genérico o que solo sirvan para limitar la responsabilidad.

– Los factores de riesgo que se incluyan deberán evaluar su importancia en función de la probabilidad de que estos ocurran y de la magnitud de su impacto negativo (en una escala cualitativa de bajo, medio y alto).

– En cada categoría de factores de riesgo que se establezca, se mencionarán primero los factores de riesgo más importantes atendiendo a la evaluación a la que se refiere el párrafo anterior.

– Los factores de riesgo también comprenderán aquellos que se deban al nivel de subordinación de un valor y al impacto sobre el tamaño o el plazo previstos para los pagos a los titulares de los valores en caso de quiebra, o cualquier otro procedimiento similar, incluidas, si procede, la insolvencia de una entidad de crédito o su resolución o reestructuración de conformidad con la Directiva 2014/59/UE.

El reglamento introduce, asimismo, la figura del documento de registro universal, que, una vez aprobado por la autoridad nacional competente durante dos ejercicios consecutivos, permitirá al emisor presentar los sucesivos sin necesidad de aprobación previa.

Añade un régimen simplificado de divulgación de información en emisiones secundarias.

Incluye el EU Growth Prospectus para facilitar el acceso a la financiación y reducir los costes de elaboración del folleto para aquellas entidades que no tengan valores admitidos a cotización (*i. e.*, pymes, emisores que no sean pymes pero cuyos valores coticen en un mercado pyme en expansión, emisores cuya OPV no exceda de 20 millones).

Este reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Salvo determinadas excepciones, los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para dar cumplimiento con carácter general al reglamento, a más tardar el 21 de julio de 2019.

Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y

por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012

El Reglamento 2017/2402 persigue, entre otros extremos, el establecimiento de un marco prudencial más sensible al riesgo para las titulizaciones simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés); prohíbe la retitulización con carácter general; e indica que la originadora, la patrocinadora o el prestamista original deben mantener un interés significativo en las exposiciones subyacentes de la titulización, debiendo estas, en consecuencia, mantener una exposición económica neta significativa a los riesgos subyacentes.

En particular, el reglamento indica aquellos requisitos que han de cumplirse para poder utilizar la designación de STS sin perjuicio de las directrices que al efecto emita la Autoridad Europea Bancaria, distinguiendo en este sentido los requisitos que debe cumplir una STS a largo plazo de los de una STS a corto plazo.

El reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y será aplicable a partir del 1 de enero de 2019.

B.3 Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión:

Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, de 7 de abril de 2016, por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios, publicada el 31 de marzo de 2017.

La presente directiva delegada complementa la Directiva 2014/65/UE en los siguientes aspectos:

– En relación con los requisitos de organización en materia de gobernanza de productos, concretando el procedimiento previo de aprobación de nuevos productos financieros para las empresas de servicios de inversión, que deben aplicarlo a todos los productos vendidos en los mercados primario y secundario, con independencia del tipo de producto o servicio prestado y de los requisitos aplicables en el lugar de la venta. Tales normas pueden aplicarse de forma proporcionada, dependiendo de la complejidad del producto y de la información públicamente disponible, teniendo en cuenta: i) la naturaleza del instrumento financiero, ii) el servicio de inversión y iii) el mercado destinatario del producto, estableciendo además una serie de obligaciones relativas a: i) los flujos de información entre productores y distribuidores y ii) las revisiones periódicas de los procesos implementados.

– En relación con la limitación en la percepción o el pago de incentivos, estableciendo una lista no exhaustiva de situaciones pertinentes en cuanto a la condición de que los incentivos eleven la calidad del servicio al cliente correspondiente y, en consecuencia, se entiendan como permitidos (debiendo existir en todo caso, una proporción entre las mejoras de calidad y los incentivos percibidos). Las situaciones mencionadas son: i) proporcionar al cliente asesoramiento en materia de

inversión sobre una amplia gama de instrumentos financieros (incluido un número apropiado de instrumentos de terceros) y el acceso a tales productos; ii) prestarle asesoramiento no independiente combinado bien con una oferta para evaluar anualmente si los instrumentos financieros en los que haya invertido siguen conviniéndole o bien con otro servicio continuo; iii) proporcionar al cliente acceso, a un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros (incluido un número apropiado de instrumentos de terceros), junto con, por ejemplo, la provisión de herramientas de valor añadido, como instrumentos de información objetiva que le ayuden a adoptar decisiones de inversión o le faculten para el seguimiento, modelación y ajuste de la gama de instrumentos en los que haya invertido.

– Estableciendo la obligación de informar a los clientes sobre todos los honorarios, comisiones o beneficios monetarios percibidos de terceros, en relación con el asesoramiento de manera independiente o con el servicio de gestión de carteras prestado. Las ESI que presten servicios de ejecución y de investigación simultáneamente deberán fijar su precio y llevarlos a cabo por separado.

– Indicando que aquellas ESI que proporcionen asesoramiento de inversión de manera independiente o servicios de gestión de carteras deberán facilitar al cliente aclaraciones adicionales sobre la recepción o el pago de servicios de investigación y, en particular, cuando la investigación no la abone directamente la ESI con cargo a sus recursos propios, sino a cambio de pagos detraídos de una cuenta de pagos de investigación. La presente directiva exige una serie de requisitos en lo que se refiere a la gobernanza en materia de investigación.

La presente directiva entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y los Estados miembros adoptarán y publicarán, a más tardar el 3 de julio de 2017, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en ella. Dichas disposiciones son aplicables a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/180 de la Comisión, de 24 de octubre de 2016, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las normas de evaluación de las carteras de referencia y los procedimientos para compartir dicha evaluación (texto pertinente a efectos del EEE).

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Reglamento Delegado (UE) 2017/208 de la Comisión, de 31 de octubre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación para las salidas adicionales de liquidez correspondientes a necesidades de garantías reales como consecuencia de los efectos de condiciones adversas del mercado en las operaciones con derivados de una entidad (texto pertinente a efectos del EEE).

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/461 de la Comisión, de 16 de marzo de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los formularios, plantillas y procedimientos comunes para el proceso de consulta entre las

autoridades competentes pertinentes en relación con las adquisiciones propuestas de participaciones cualificadas en entidades de crédito, de conformidad con el artículo 24 de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, publicado el 17 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Corrección de errores del Reglamento de Ejecución (UE) 2016/322 de la Comisión, de 10 de febrero de 2016, que modifica el Reglamento (UE) n.º 680/2014, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por las entidades sobre el requisito de cobertura de liquidez (DO L 64 de 10.3.2016), publicado el 17 de marzo de 2017.

Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/566 de la Comisión, de 18 de mayo de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la proporción entre órdenes no ejecutadas y operaciones para prevenir anomalías en las condiciones de negociación, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/567 de la Comisión, de 18 de mayo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las definiciones, la transparencia, la compresión de carteras y las medidas de supervisión en lo que atañe a la intervención en materia de productos y las posiciones, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/576 de la Comisión, de 8 de junio de 2016, por el que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a las normas técnicas de regulación para la publicación anual por las empresas de inversión de información sobre la identidad de los centros de ejecución y sobre la calidad de la ejecución, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/578 de la Comisión, de 13 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros en lo que respecta a las normas

técnicas de regulación que especifican los requisitos relativos a los acuerdos y planes de creación de mercado, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/580 de la Comisión, de 24 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables a la conservación de datos pertinentes relativos a órdenes relacionadas con instrumentos financieros, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/586 de la Comisión, de 14 de julio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las normas técnicas de regulación para el intercambio de información entre las autoridades competentes cuando cooperen en las actividades de supervisión, las verificaciones *in situ* y las investigaciones, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/589 de la Comisión, de 19 de julio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión dedicadas a la negociación algorítmica, publicado el 31 de marzo.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/867 de la Comisión, de 7 de febrero de 2017, sobre los tipos de disposiciones que deben protegerse en una transmisión parcial de activos conforme al artículo 76 de la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, publicado el 20 de mayo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/953 de la Comisión, de 6 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato y el calendario de los informes de posición por parte de las empresas de servicios de inversión y los organismos rectores del mercado de los centros de negociación, de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/1018 de la Comisión, de 29 de junio de 2016, que completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a

los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que deben notificar las empresas de servicios de inversión, los organismos rectores del mercado y las entidades de crédito.

El citado reglamento delegado se aplicará a: i) las empresas de servicios de inversión (ESI), ii) los organismos rectores del mercado que gestionen sistemas multilaterales de negociación (SMN) o sistemas organizados de contratación (SOC) y iii) las entidades de crédito autorizadas que presten uno o varios servicios de inversión o realicen una o varias actividades de inversión, y que deseen utilizar agentes vinculados en virtud de: i) el derecho a la libre prestación de servicios y actividades de inversión y ii) el derecho de establecimiento. El Reglamento Delegado (UE) 2017/1018 establece la información que deberá notificarse: i) a efectos de la notificación del pasaporte de servicios y las actividades de inversión, ii) en caso de modificación de los datos relativos a los servicios y actividades de inversión, iii) en relación con los mecanismos para facilitar el acceso a un SMN o SOC y iv) en caso de modificación de los datos relativos a una sucursal o agente vinculado. Asimismo, prevé la información que deberá incluirse en la notificación de pasaporte de una sucursal o de un agente vinculado.

Este reglamento delegado se publicó el pasado 17 de junio de 2017 en el *Diario Oficial de la Unión Europea* estableciendo una *vacatio legis* de 20 días desde su publicación, y entró en vigor a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1093 de la Comisión, de 20 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato de los informes de posiciones de las empresas de servicios de inversión y los organismos rectores del mercado.

El Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1093 establece los formatos (mediante anexos) que deben utilizarse en los informes semanales y diarios de las posiciones en derivados sobre materias primas, derechos de emisión o derivados de estos negociados en centros de negociación por parte de las empresas de servicios de inversión y los organismos rectores de mercado que gestionen un centro de negociación.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1105 de la Comisión, de 12 de junio de 2017, por el que se establecen los formularios mencionados en el Reglamento (UE) 2015/848 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre procedimientos de insolvencia.

El presente reglamento entró en vigor el 26 de junio de 2017.

Corrección de errores del Reglamento Delegado (UE) 2017/653 de la Comisión, de 8 de marzo de 2017, por la que se completa el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación respecto a la presentación, el contenido, el examen y la revisión de los documentos de datos fundamentales y las condiciones para cumplir el requisito de suministro de dichos documentos.

Corrección de errores de la Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, de 7 de abril de 2016, por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento

Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1486 de la Comisión, de 10 de julio de 2017, por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/2070 en lo que respecta a las carteras de referencia y las instrucciones de notificación.

Decisión (UE) 2017/1518 de la Comisión, de 31 de agosto de 2017, por la que se confirma la participación de Irlanda en el Reglamento (UE) 2017/353 del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se sustituyen los anexos A y B del Reglamento (UE) 2015/848 sobre procedimientos de insolvencia.

La presente decisión entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Corrección de errores del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

Reglamento Delegado (UE) 2017/1943 de la Comisión, de 14 de julio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información y los requisitos necesarios para la concesión de autorizaciones a empresas de servicios de inversión.

El presente reglamento tiene por objeto permitir que las autoridades competentes lleven a cabo una evaluación exhaustiva como parte del procedimiento para conceder y denegar solicitudes de autorización a empresas de servicios de inversión.

Por lo anterior, el solicitante estará obligado a presentar a la autoridad competente información precisa en el momento de la solicitud inicial de autorización.

Con el objeto de garantizar que la evaluación de la autoridad competente se basa en información exacta, se solicita copia certificada de la escritura de constitución y de los estatutos, así como una copia de la inscripción de la empresa en el registro mercantil nacional.

Asimismo, el solicitante deberá facilitar información sobre las fuentes de capital disponibles, incluidos los medios utilizados para la transferencia de los recursos financieros cuando se obtenga financiación, con el fin de permitir que las autoridades competentes evalúen el cumplimiento de todos los requisitos pertinentes en materia de delincuencia financiera.

Por su parte, y con el objetivo de permitir que las autoridades competentes evalúen la reputación de cualquier persona que dirija las actividades de la empresa de servicios de inversión y de los accionistas y socios con participaciones cualificadas propuestos, es importante exigir que el solicitante aporte información sobre estas personas. En particular, se exigirá información sobre la educación y la formación profesional pertinentes, así como sobre la experiencia profesional, de los miembros

del órgano de dirección y de las personas que dirijan de manera efectiva la actividad, sus competencias relacionadas y cualesquiera representantes.

Adicionalmente, el solicitante debe presentar información financiera relativa a la empresa de servicios de inversión a las autoridades competentes, de manera que estas puedan evaluar la solidez financiera de la empresa.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* (26 de octubre de 2017) y será obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1945 de la Comisión, de 19 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las notificaciones presentadas por empresas de servicios de inversión solicitantes o autorizadas, o destinadas a ellas, de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/1946 de la Comisión, de 11 de julio de 2017, por el que se completan las Directivas 2004/39/CE y 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación con el fin de establecer una lista exhaustiva de la información que los adquirentes propuestos deben incluir en la notificación de la propuesta de adquisición de una participación cualificada en una empresa de inversión.

Este Reglamento 2017/1946 establece las normas relativas a la información que un adquirente propuesto deberá incluir en la notificación de una propuesta de adquisición dirigida a las autoridades competentes de la empresa de inversión en la que desee adquirir o aumentar una participación cualificada («entidad objetivo»), con el fin de que dichas autoridades evalúen la propuesta de adquisición.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Corrección de errores del Reglamento Delegado (UE) 2017/1018 de la Comisión, de 29 de junio de 2016, que completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que deben notificar las empresas de servicios de inversión, los organismos rectores del mercado y las entidades de crédito.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2188 de la Comisión, de 11 de agosto de 2017, que modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la exención de los requisitos de fondos propios aplicable a determinados bonos garantizados.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 1 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2295 de la Comisión, de 4 de septiembre de 2017, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y

del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la divulgación de información sobre activos con cargas y sin cargas.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*, salvo el artículo 2, que será aplicable a partir del 2 de enero de 2019.

Reglamento (UE) 2017/2401 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

El Reglamento (UE) 2017/2401 considera que, en atención a los objetivos del Reglamento 2017/2402, es preciso modificar los requisitos de capital establecidos en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (Reglamento 575/2013) aplicable a las entidades que actúan como originadoras, patrocinadoras o inversoras en operaciones de titulización, con el fin de reflejar de forma adecuada las características específicas de las titulizaciones simples, transparentes y normalizadas (STS por sus siglas en inglés) cuando dichas titulizaciones cumplan los requisitos adicionales establecidos en el Reglamento 2017/2401 a los efectos de solucionar las deficiencias materializadas en la crisis financiera. A estos efectos, señala que todas las entidades deben utilizar los mismos métodos para calcular los requisitos de capital de las posiciones de titulización con arreglo al Reglamento 575/2013.

El reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y será aplicable a partir del 1 de enero de 2019.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/2382 de la Comisión, de 14 de diciembre de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas a modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la transmisión de información de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entró en vigor el día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Reglamento (UE) 2017/2395 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo referente a las disposiciones transitorias para mitigar el impacto de la introducción de la NIIF 9 en los fondos propios y para el tratamiento de las grandes exposiciones correspondiente a determinadas exposiciones del sector público denominadas en la moneda nacional de cualquier Estado miembro.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 3 de enero de 2018.

Directiva (UE) 2017/2399 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en lo que respecta al orden de prioridad de los instrumentos de deuda no garantizada en caso de insolvencia.

La presente directiva entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

B.4 Infraestructuras del mercado

Corrección de errores de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173 de 12.6.2014) publicado el 10 de marzo de 2017.

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión:

Reglamento Delegado (UE) 2017/104 de la Comisión, de 19 de octubre de 2016, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 148/2013 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los elementos mínimos de los datos que deben notificarse a los registros de operaciones (texto pertinente a efectos del EEE).

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 1 de noviembre de 2017.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/105 de la Comisión, de 19 de octubre de 2016, por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1247/2012 por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato y la frecuencia de las notificaciones de operaciones a los registros de operaciones, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (texto pertinente a efectos del EEE).

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 1 de noviembre de 2017.

Reglamento Delegado (UE) 2017/323 de la Comisión, de 20 de enero de 2017, que rectifica el Reglamento Delegado (UE) 2016/2251, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central (texto pertinente a efectos del EEE).

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 4 de enero de 2017.

Reglamento Delegado (UE) 2017/389 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los parámetros de cálculo de las sanciones pecuniarias por fallos en la liquidación y las operaciones de los DCV en Estados miembros de acogida, publicado el 10 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 10 de marzo de 2019.

Reglamento Delegado (UE) 2017/390 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a determinados requisitos prudenciales aplicables a los depositarios centrales de valores y a las entidades de crédito designadas que ofrecen servicios auxiliares de tipo bancario, publicado el 10 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Reglamento Delegado (UE) 2017/391 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, que completa el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación por las que se especifica con mayor precisión el contenido de la información que debe comunicarse sobre las liquidaciones internalizadas, publicado el 10 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 10 de marzo de 2019.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/393 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a las plantillas y los procedimientos para la notificación y transmisión de información sobre las liquidaciones internalizadas de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, publicado el 10 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor el 10 de marzo de 2019.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/394 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización, revisión y evaluación de los depositarios centrales de valores, la cooperación entre las autoridades del Estado miembro de origen y del Estado miembro de acogida, la consulta de las autoridades que intervienen en la autorización para prestar servicios auxiliares de tipo bancario y el acceso de los depositarios centrales de valores, así como con respecto al formato de los registros que deben conservar los depositarios centrales de valores de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, publicado el 10 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Reglamento Delegado (UE) 2017/581 de la Comisión, de 24 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación sobre el acceso a la compensación en los centros de negociación y las entidades de contrapartida central, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Reglamento Delegado (UE) 2017/751 de la Comisión, de 16 de marzo de 2017, por el que se modifican los Reglamentos Delegados (UE) 2015/2205, (UE) 2016/592 y (UE) 2016/1178 en lo que respecta al plazo para el cumplimiento de las obligaciones

de compensación de determinadas contrapartes que negocian con derivados extrabursátiles, publicado el 29 de abril de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/954 de la Comisión, de 6 de junio de 2017, relativo a la prórroga de los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por las exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en los Reglamentos (UE) n.º 575/2013 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

El Reglamento de Ejecución (UE) 2017/954 establece que los periodos de 15 meses mencionados en el artículo 497.2 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, en relación con los requisitos de fondos propios por exposiciones a entidades de contrapartida central, y en el artículo 89.5 bis, párrafo segundo, del Reglamento (UE) n.º 648/2012, en relación con las disposiciones transitorias, se prorrogarán otros 6 meses.

Este reglamento de ejecución fue publicado el 7 de junio de 2017 y entró en vigor a los tres días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/979 de la Comisión, de 2 de marzo de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones en lo que respecta a la lista de entidades exentas.

Se determina que los bancos centrales y los organismos públicos encargados de la gestión de la deuda pública, o que intervengan en ella, en Australia, Canadá, Hong Kong, México, Singapur y Suiza deben quedar exentos de los requisitos en materia de compensación e información establecidos en el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Corrección de errores del Reglamento Delegado (UE) 2017/575 de la Comisión, de 8 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros en lo que atañe a las normas técnicas de regulación aplicables a los datos que deben publicar los centros de ejecución sobre la calidad de ejecución de las operaciones.

Decisión (UE) 2017/2080 del Banco Central Europeo, de 22 de septiembre de 2017, por la que se modifica la Decisión BCE/2010/9 sobre el acceso a ciertos datos de TARGET2 y su utilización.

La presente decisión entró en vigor el día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Decisión (UE) 2017/2081 del Banco Central Europeo, de 10 de octubre de 2017, por la que se modifica la Decisión BCE/2007/7 relativa a las condiciones de TARGET2-ECB.

La presente decisión entró en vigor el 20 de octubre de 2017 y resulta aplicable desde el 13 de noviembre de 2017.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2154 de la Comisión, de 22 de septiembre de 2017, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2155 de la Comisión, de 22 de septiembre de 2017, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 149/2013 en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/2241 de la Comisión, de 6 de diciembre de 2017, relativo a la prórroga de los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por las exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en los Reglamentos (UE) n.º 575/2013 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entró en vigor a los tres días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

B.5 Sistema Europeo de Supervisión Financiera

Reglamento (UE) 2017/353 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de febrero de 2017 por el que se sustituyen los anexos A y B del Reglamento (UE) 2015/848 sobre procedimientos de insolvencia.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Corrección de errores de la Decisión de Ejecución (UE) 2015/1505 de la Comisión, de 8 de septiembre de 2015, por la que se establecen las especificaciones técnicas y los formatos relacionados con las listas de confianza de conformidad con el artículo 22, apartado 5, del Reglamento (UE) n.º 910/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a la identificación electrónica y los servicios de confianza para las transacciones electrónicas en el mercado interior (DO L 235 de 9.9.2015) publicado el 7 de marzo de 2017.

Reglamento (UE) 2017/826 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por el que se establece un programa de la Unión para apoyar actividades específicas de fomento de la participación de los consumidores y otros usuarios finales de servicios financieros en la formulación de políticas de la Unión en el ámbito de los servicios financieros durante el periodo 2017-2020, publicado el 19 de mayo de 2017.

Reglamento (UE) 2017/827 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, que modifica el Reglamento (UE) n.º 258/2014 por el que se instituye un programa de la Unión destinado a respaldar determinadas actividades en el ámbito

de la información financiera y la auditoría durante el periodo 2014-2020, publicado el 19 de mayo de 2017.

El presente reglamento entrará en vigor el día de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión:

Reglamento Delegado (UE) 2017/579 de la Comisión, de 13 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación sobre el efecto directo, sustancial y previsible de los contratos de derivados en la Unión y la prevención de la elusión de las normas y obligaciones, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/585 de la Comisión, de 14 de julio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las normas y los formatos aplicables a los datos de referencia de los instrumentos financieros y las medidas técnicas en relación con las disposiciones que han de tomar la Autoridad Europea de Valores y Mercados y las autoridades competentes, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/586 de la Comisión, de 14 de julio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las normas técnicas de regulación para el intercambio de información entre las autoridades competentes cuando cooperen en las actividades de supervisión, las verificaciones *in situ* y las investigaciones, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/590 de la Comisión, de 28 de julio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la comunicación de operaciones a las autoridades competentes, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/980 de la Comisión, de 7 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la cooperación en las actividades de supervisión, las verificaciones *in situ* y las investigaciones, y para el intercambio

de información entre las autoridades competentes de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/981 de la Comisión, de 7 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la consulta a otras autoridades competentes antes de la concesión de una autorización de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1111 de la Comisión, de 22 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los procedimientos y formularios para la transmisión de información en materia de sanciones y medidas, conforme a la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1443 de la Comisión, de 29 de junio de 2017, por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Reglamento (UE) 2017/1538 del Banco Central Europeo, de 25 de agosto de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2015/534 sobre la presentación de información financiera con fines de supervisión.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Reglamento (UE) 2017/1539 del Banco Central Europeo, de 25 de agosto de 2017, por el que se establece la fecha de aplicación del Reglamento (UE) 2017/1538, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2015/534 sobre la presentación de información financiera con fines de supervisión (BCE/2017/25) a entidades supervisadas menos significativas sujetas a regímenes nacionales de contabilidad.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea.*

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1944 de la Comisión, de 13 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los formularios, las plantillas y los procedimientos para el proceso de consultas entre las autoridades competentes pertinentes en relación con la notificación de una adquisición propuesta

de una participación cualificada en una empresa de inversión, de conformidad con las Directivas 2004/39/CE y 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2055 de la Comisión, de 23 de junio de 2017, por el que se completa la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación para la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades competentes en relación con el ejercicio del derecho de establecimiento y la libertad de prestación de servicios de las entidades de pago.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento (UE) 2017/2094 del Banco Central Europeo, de 3 de noviembre de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 795/2014 sobre los requisitos de vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/2189 de la Comisión, de 24 de noviembre de 2017, que modifica y corrige el Reglamento de Ejecución (UE) 2015/2450, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las plantillas para la presentación de información a las autoridades de supervisión con arreglo a la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/2190 de la Comisión, de 24 de noviembre de 2017, que modifica y corrige el Reglamento de Ejecución (UE) 2015/2452, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas a los procedimientos, formatos y plantillas del informe sobre la situación financiera y de solvencia de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

B.6 Entidades proveedoras de datos

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión:

Reglamento Delegado (UE) 2017/571 de la Comisión, de 2 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la autorización, los requisitos de organización y la publicación de operaciones aplicables a los proveedores de servicios de suministro de datos, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1110 de la Comisión, de 22 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización de los proveedores de servicios de suministro de datos y las notificaciones conexas, de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

B.7 Inversión colectiva

Reglamento (UE) 2017/1991 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 345/2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos, y el Reglamento (UE) n.º 346/2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

El presente reglamento tiene por objetivo fortalecer el mercado interior de fondos de capital riesgo (FCR) y fondos de emprendimiento social (FES) admisibles en la Unión Europea, reforzando el uso de las designaciones propias de estos fondos por los gestores que deseen comercializarlos en la Unión Europea: fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y fondos de emprendimiento social europeos (FESE).

Para ello se introducen, entre otras, las siguientes modificaciones:

– Se elimina la restricción en virtud de la cual solo los gestores cuyos activos gestionados no rebasen en total el límite a que se refiere el artículo 3.2, letra b), de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, 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) 1060/2009 y (UE) 1095/2010 podían utilizar las designaciones «FCRE» y «FESE», respectivamente. En este sentido, se amplía el uso de dichas designaciones a los gestores de organismos de inversión colectiva que gestionen carteras de FCR y FES admisibles, siempre que cumplan las condiciones para el acceso a la actividad de gestores de fondos de inversión alternativos conforme a la citada Directiva 2011/61/UE.

– Se concreta en 50.000 euros el capital inicial del que deberán disponer tanto los FCR y los FES gestionados internamente como los gestores externos de dichos fondos.

– Se definen los fondos propios y los recursos humanos y técnicos que se necesitan para la correcta gestión de los fondos (*i. e.*, los fondos representarán como mínimo una octava parte de los gastos fijos generales contraídos por el gestor el año anterior; cuando el valor de los fondos de capital riesgo admisibles gestionados por el gestor supere 250.000 euros, este proporcionará una cuantía adicional de fondos propios, etc.)

– Se concreta la información que se debe incluir en las solicitudes de registro de los FCR y FES admisibles por los gestores de organismos de inversión colectiva autorizados que deseen utilizar las designaciones «FCRE» y «FESE», disponiendo la autoridad competente del plazo de dos meses para informar al gestor

de si el FCR o FES se ha considerado admisible y, por tanto, ha quedado registrado como FCRE o FESE.

– En lo referente a las modificaciones específicas para los FCRE que el reglamento incorpora, conviene destacar:

– La matización de la definición de empresa en cartera admisible como: i) toda empresa que no haya sido admitida a cotización en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación y emplee como máximo a 499 personas o ii) toda empresa sea una pequeña o mediana empresa que cotice en un mercado de pymes en expansión;

– El establecimiento de la posibilidad de proporcionar un trato más favorable a los inversores privados que a los públicos, siempre y cuando dicho trato sea compatible con las normas que regulen las ayudas estatales y se indique en el reglamento o los documentos constitutivos del fondo.

– Finalmente, en lo que respecta a las modificaciones específicas para los FESE, se amplía la información que ha de ser incluida en el informe anual. En este sentido, deberá incluirse, además de la información que anteriormente se venía exigiendo, una descripción del modo en que se tienen en cuenta los riesgos medioambientales y climáticos en la estrategia de inversión de los FES admisibles.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 1 de marzo de 2018.

B.8 Otros

Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario (FMM).

Este reglamento incorpora medidas para regular, de modo uniforme en la Unión Europea, el funcionamiento de los FMM, la composición de sus carteras y las medidas de gestión para hacer frente a crisis como la que puede derivar de una retirada masiva y repentina de fondos.

La entrada en vigor de este reglamento se produjo a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*, y será aplicable, salvo determinadas excepciones, a partir del 21 de julio de 2018.

Normas técnicas de regulación y normas técnicas de ejecución de la Comisión:

Reglamento Delegado (UE) 2017/389 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los parámetros de cálculo de las sanciones pecuniarias por fallos en la liquidación y las operaciones de los DCV en Estados miembros de acogida, publicado el 10 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 10 de marzo de 2019.

Reglamento Delegado (UE) 2017/72 de la Comisión, de 23 de septiembre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación que especifican las condiciones para autorizar exenciones de datos (texto pertinente a efectos del EEE).

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/309 de la Comisión, de 23 de febrero de 2017, por el que se establece información técnica para el cálculo de las provisiones técnicas y los fondos propios básicos a efectos de la presentación de información con fecha de referencia comprendida entre el 31 de diciembre de 2016 y el 30 de marzo de 2017 de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (texto pertinente a efectos del EEE).

El presente Reglamento entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/591 de la Comisión, de 1 de diciembre de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación para la aplicación de límites a las posiciones en derivados sobre materias primas, publicado el 31 de marzo de 2017.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 3 de enero de 2018.

Corrección de errores 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, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014, publicado el 24 de mayo de 2017.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1421 de la Comisión, de 2 de agosto de 2017, por el que se establece información técnica para el cálculo de las provisiones técnicas y los fondos propios básicos a efectos de la presentación de información con fecha de referencia comprendida entre el 30 de junio y el 29 de septiembre de 2017, de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable a partir del 30 de junio de 2017.

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1469 de la Comisión, de 11 de agosto de 2017, por el que se establece un formato de presentación normalizado para el documento de información sobre productos de seguro.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/1542 de la Comisión, de 8 de junio de 2017, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/35 en relación con el cálculo

del capital reglamentario obligatorio para determinadas categorías de activos mantenidos por las empresas de seguros y reaseguros (sociedades de infraestructuras).

El presente reglamento entró en vigor al día siguiente de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento (UE) 2017/1986 de la Comisión, de 31 de octubre de 2017, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera 16.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento (UE) 2017/1987 de la Comisión, de 31 de octubre de 2017, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera 15.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento (UE) 2017/1988 de la Comisión, de 3 de noviembre de 2017, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera 4.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento (UE) 2017/1989 de la Comisión, de 6 de noviembre de 2017, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad 12.

El presente reglamento entró en vigor a los tres días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento (UE) 2017/1990 de la Comisión, de 6 de noviembre de 2017, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad 7.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2358 de la Comisión, de 21 de septiembre de 2017, por el que se completa la Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del

Consejo en lo que respecta a los requisitos de control y gobernanza de los productos aplicables a las empresas de seguros y los distribuidores de seguros.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 23 de febrero de 2018.

Reglamento Delegado (UE) 2017/2359 de la Comisión, de 21 de septiembre de 2017, por el que se completa la Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los requisitos de información y las normas de conducta aplicables a la distribución de productos de inversión basados en seguros.

El presente reglamento entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* y resulta aplicable desde el 23 de febrero de 2018.

B.9 Directrices y recomendaciones de ESMA/EBA

Directrices sobre la calibración de mecanismos de gestión de volatilidad y publicación de interrupciones de la negociación en virtud de la MiFID II.

Directrices relativas a normas y procedimientos en caso de impago de un participante.

Directrices de acceso por parte de un DCV a la información de las operaciones de ECC y centros de negociación.

Actualización de las **directrices de ESMA sobre comunicación de operaciones, mantenimiento del registro de órdenes y sincronización de relojes en la MiFID II.**

B.10 Guías técnicas y publicaciones de la CNMV

Plan de actividades de la CNMV

Líneas estratégicas de la CNMV 2017-2018.

La publicación del Plan de actividades de la CNMV tiene por objetivo aumentar la transparencia y favorecer el intercambio de información.

Las líneas de actuación o estratégicas para este periodo (2017-2018), se dirigen a:

– Priorizar la atención relativa a la supervisión y a la promoción de la transparencia e integridad del mercado.

– Potenciar el atractivo y la competitividad de los mercados de valores españoles.

– Impulsar el seguimiento de la estabilidad financiera en los mercados de capitales.

– Reforzar la educación financiera y la atención de los inversores.

Para la consecución de tal fin, en 2017 la CNMV tiene previsto ejecutar múltiples iniciativas con el objetivo de:

– Mejorar en el funcionamiento de la CNMV (por ejemplo, implantación de la «Carpeta ciudadana de la CNMV»).

– Efectuar actuaciones concretas en lo relativo a la supervisión de los mercados, por ejemplo, a través de la simplificación de trámites o la revisión crítica de determinadas guías de emisiones (renta variable, renta fija, titulización y pagarés).

– Efectuar actuaciones concretas en lo relativo a la supervisión de intermediarios financieros como, por ejemplo, con la revisión horizontal:

  • De la adaptación de las SGIIC a los requisitos relativos a gobierno corporativo.

  • Del cumplimiento de diversos aspectos normativos relativos a procedimientos de estrés establecidos por las gestoras.

  • Del cumplimiento de las obligaciones de los depositarios incluidas en la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

– Efectuar actuaciones en las relaciones con los inversores y otras partes interesadas. Por ejemplo, a través del portal de entrada de propuestas *fintech*; con la elaboración de un nuevo Plan de Educación Financiera para el periodo 2017-2020; con la revisión de la Sección del Inversor de su web, o con la difusión de criterios para la aplicación de la Directiva MiFID II y para la aplicación de los productos de inversión minorista empaquetados (PRIIP).

Junto con lo anterior, cabe poner de manifiesto la intención de la CNMV de:

– Revisar la estructura y el formato de la Memoria de Reclamaciones.

– Articular un sistema de resolución extrajudicial de reclamaciones en colaboración con el Ministerio de Economía y Competitividad y el resto de supervisores.

Medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas

El 21 de marzo de 2017, la CNMV publicó un comunicado de medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas. Tanto en España como en otros países europeos está produciéndose una creciente comercialización entre clientes minoristas por parte de ciertos intermediarios financieros de instrumentos cada vez más complejos y arriesgados, como contratos financieros por diferencias (CFD), contratos *rolling spot foreign exchange* (a efectos de este comunicado «productos *forex*») u opciones binarias.

Por este motivo la CNMV ha adoptado determinadas medidas para reforzar la protección de los inversores minoristas en España cuando inviertan en CFD, productos *forex* u opciones binarias.

La CNMV exige a los intermediarios que comercializan estos productos (CFD o *forex*) con un apalancamiento superior a diez veces, o que comercialicen opciones binarias

entre clientes minoristas establecidos en nuestro país y que lo hagan fuera del ámbito del asesoramiento en materia de inversión, que:

– Adviertan expresamente a los clientes de que la CNMV considera que, debido a su complejidad y riesgo, la adquisición de estos productos no es adecuada para clientes minoristas.

– Los clientes sean informados sobre el coste que asumirían si decidiesen cerrar su posición nada más realizar la contratación y, en el caso de CFD y productos *forex*, que se les advierta de que, debido al apalancamiento, las pérdidas pueden llegar a ser superiores al importe desembolsado inicialmente para la adquisición del producto.

– Recaben del cliente un texto manuscrito o una grabación verbal que permita acreditar que es consciente de que el producto que va a adquirir es especialmente complejo y de que la CNMV considera que no es adecuado para inversores minoristas.

– Los elementos publicitarios utilizados por las entidades para la promoción de CFD, productos *forex* u opciones binarias contengan siempre una advertencia sobre la dificultad para entender estos productos y sobre el hecho de que la CNMV considera que no son adecuados para inversores minoristas debido a su complejidad y riesgo.

Las entidades reguladas requeridas por la CNMV a estos efectos deberán adaptar sus procedimientos a la mayor brevedad y, en todo caso, antes de un mes desde la fecha de recepción del requerimiento.

Además, se pone de manifiesto la intención de la CNMV de dirigirse a los distintos supervisores de valores de otros países, para que exijan la realización de las mismas conductas a los intermediarios registrados en su territorio que comercializan este tipo de productos entre clientes españoles.

La CNMV pretende defender en ESMA la adopción de medidas a nivel europeo tendentes a mejorar la protección de los inversores en este ámbito.

Decálogo para evitar chiringuitos financieros.

La CNMV publica un decálogo de recomendaciones para que los inversores eviten las entidades que no están autorizadas a prestar servicios de inversión, denominados por el supervisor como «chiringuitos financieros». Entre otros, se recomienda observar la naturaleza de las entidades; desconfiar de las técnicas de captación de inversores, sobre todo ante señales de alarma y técnicas frecuentes, especialmente a través de internet y redes sociales; desconfiar de las altas rentabilidades sin riesgo y de los productos complejos; prestar especial atención a las comisiones y los gastos; asegurarse de la existencia del producto; y, por supuesto, en caso de no recuperar el dinero: denunciar.

Dicha publicación va en la misma línea que las advertencias de la CNMV acerca de entidades no registradas, cuya finalidad es la de advertir al mercado sobre aquellas sociedades que no figuran inscritas en el correspondiente registro de la Comisión y, por tanto, no están autorizadas para prestar servicios de inversión.

Guía técnica 4/2017 para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y asesora.

El artículo 193 del texto refundido de la Ley de Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que es trasposición del artículo 13.2 de la Directiva 2004/39 (MiFID I), relativo a los requisitos de organización interna, establece que las empresas de servicios de inversión y las restantes entidades que presten servicios de inversión deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del mercado de valores les impone.

Por su parte, la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los requisitos de organización interna y las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, desarrolla y concreta la estructura organizativa y los requisitos de control interno de las entidades que prestan servicios de inversión para garantizar que, en general, su organización responda a la gama de servicios que prestan. En la guía de procedimientos sobre las funciones de control interno elaborada por la CNMV como consecuencia de la publicación de dicha circular, se señala que las entidades sujetas deben contar con procedimientos de formación y evaluación continuada del personal que garanticen que este actúa de forma honesta, imparcial y profesional en interés de los clientes. La guía también señala que los procedimientos deberán contemplar evaluaciones periódicas a los empleados de modo que no presten servicios de inversión sin la capacitación y experiencia exigidas.

Asimismo, la Directiva UE 2014/65 (MiFID II), en la misma línea que la MiFID I pero precisando más, establece en sus artículos 24.2 y 25 que las empresas de servicios de inversión deben comprender las características de los instrumentos financieros que ofrecen o recomiendan a los clientes y que, para ello, los Estados miembros han de exigir a dichas empresas que aseguren y demuestren a las autoridades competentes que las personas que dan información o asesoran a clientes disponen de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir con sus obligaciones. A tal efecto, los Estados miembros publicarán los criterios utilizados para evaluar dichos conocimientos y competencias. En definitiva, la MiFID II establece expresamente la obligación de que el personal que preste asesoramiento o información disponga de los conocimientos y competencias necesarios y prevé que los Estados miembros publiquen los criterios utilizados para evaluarlos.

De acuerdo con lo anterior, la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA) publicó el 22 de marzo de 2016 unas *Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias del personal que informa y que asesora,* que serán de aplicación a partir del próximo 1 de enero de 2018.

Esta guía técnica, teniendo en cuenta estas directrices de ESMA, concreta los criterios que la CNMV considera adecuados para que las entidades puedan demostrar que el personal que informa o asesora sobre servicios de inversión posee los conocimientos y competencias necesarios.

El objetivo es que los inversores comprendan los riesgos de los productos en los que invierten, para lo cual es preciso que quien se los ofrezca disponga de los conocimientos pertinentes que le permitan entenderlos y saber explicarlos, así como valorar si son adecuados o idóneos para cada cliente, lo que deben garantizar las entidades que

prestan servicios de inversión. Si bien disponer de conocimientos adecuados por parte de quien informa o asesora no es garantía de una adecuada prestación del servicio, sí constituye un requisito imprescindible.

El Consejo de la CNMV aprobó con fecha 27 de junio de 2017, previo informe de su Comité Consultivo, dicha guía técnica, al amparo de lo previsto en el artículo 21.3 y 21.4 del TRLMV, cuyas medidas y criterios se aplicarán a efectos de supervisión a partir de enero de 2018.

Guía técnica 3/2017 sobre comisiones de auditoría de entidades de interés público.

Una de las principales y más novedosas recomendaciones del Código Olivencia —el primero de los códigos españoles de buen gobierno corporativo, publicado hace ya casi dos décadas— fue que las sociedades cotizadas crearan, en el seno del consejo de administración, una comisión de auditoría, integrada exclusivamente por consejeros externos, encargada de la información y el control contable y de las relaciones con el auditor externo. Desde entonces, y al igual que en otros países, las comisiones de auditoría han adquirido una importancia creciente en el gobierno corporativo de las sociedades mercantiles y entidades que conforman el tejido empresarial español.

En 2002 la recomendación de contar con una comisión de auditoría se convirtió en obligación legal para las entidades con valores cotizados, y en 2015 la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (LAC), que atribuyó a la CNMV facultades supervisoras en este ámbito, extendió dicha obligación, con algunas excepciones, a las entidades de interés público (EIP), concepto que principalmente incluye, además de las sociedades cotizadas, determinadas entidades financieras sujetas a supervisión y a las empresas que excedan de cierta dimensión.

Tanto la LAC como la Ley de Sociedades de Capital contienen reglas sobre la composición, el funcionamiento y las responsabilidades de las comisiones de auditoría, y esas reglas se ven complementadas, en lo que respecta a sociedades cotizadas, por una serie de recomendaciones contenidas en el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015. Todas estas reglas y recomendaciones conforman un conjunto relativamente detallado, pero la experiencia acumulada sobre el funcionamiento en la práctica de las comisiones de auditoría y el constante diálogo por parte de la CNMV con empresas y entidades financieras, sociedades de auditoría, profesionales y otros supervisores nacionales y extranjeros ha puesto de manifiesto algunas dudas sobre el alcance de sus funciones y responsabilidades, y ha permitido identificar ciertas buenas prácticas que es aconsejable difundir, lo que justifica reunir en una guía técnica algunos criterios adicionales, que, además, pueden ser especialmente útiles para las EIP que hasta la entrada en vigor de la LAC no estaban obligadas a constituir una comisión de auditoría.

En todo caso, de acuerdo con la diversidad del colectivo de entidades a las que se dirige esta guía, conviene destacar, en primer lugar, la necesidad de que las EIP adapten los principios y las recomendaciones a sus particulares circunstancias y características, en función de su tamaño, complejidad y sectores en los que operen. Adicionalmente, algunas de estas entidades, en particular las financieras, están sujetas a requisitos sectoriales específicos que podrían afectar al contenido o alcance de alguno de los criterios o recomendaciones.

El Consejo de la CNMV ha aprobado con fecha 27 de junio de 2017, previo informe de su Comité Consultivo, dicha guía técnica, al amparo de lo previsto en los artículos

21.3 y 21.4 del TRLMV, aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

En su desarrollo, la *Guía técnica 3/2017* establece los principios básicos que las comisiones de auditoría deben tener en cuenta en el desempeño de sus funciones. Dichos principios son: responsabilidad; escepticismo; diálogo constructivo entre sus miembros y diálogo continuo con la auditoría interna, el auditor de cuentas y la dirección; y capacidad de análisis suficiente con potestad de utilización de expertos.

Asimismo, expone un conjunto de criterios y buenas prácticas que las comisiones de auditoría deben observar cuando realizan sus funciones de supervisión y asesoramiento al consejo de administración y que reproducen, con carácter general, las recomendaciones contenidas en el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. La aplicación de estos criterios y buenas prácticas contempla su modulación en virtud del principio de proporcionalidad, atendiendo a la escala y complejidad de la entidad, así como a su negocio y sectores en los que opere.

Comunicado conjunto de la CNMV y el Banco de España sobre la migración de IBERCLEAR a la plataforma TARGET2-SECURITIES (T2S).

Preguntas y respuestas sobre la aplicación de la Directiva MiFID II.

El presente documento, publicado en la web de la CNMV el 30 de octubre, expone los criterios interpretativos que se consideran adecuados respecto a las cuestiones planteadas por las principales asociaciones del sector relacionadas con la prestación de servicios de inversión. Sin embargo, estos criterios no son definitivos, sino que serán objeto de revisión en función de la trasposición al ordenamiento jurídico nacional y de la interpretación a nivel europeo, en el ámbito de la ESMA, de determinadas cuestiones actualmente en discusión.

El documento desarrolla los siguientes ámbitos: obligaciones de gobierno de productos, incentivos, incentivos en materia de análisis, conflictos de interés, requisitos generales de información a clientes, información imparcial, clara y no engañosa, información sobre la entidad y los servicios, información sobre los instrumentos financieros, información sobre salvaguarda y uso de instrumentos financieros, información sobre costes y gastos, asesoramiento independiente, información periódica sobre el servicio de gestión de carteras, obligaciones de registros, grabación de las conversaciones telefónicas o comunicaciones electrónicas, evaluación de idoneidad y conveniencia, instrumentos financieros no complejos, depósitos estructurados, contratos con clientes, mejor ejecución, y conocimientos y competencia.

La última actualización de este documento sobre la aplicación de la MiFID II, se refiere a:

– Incentivos en relación con el servicio de análisis.

  La CNMV establece que en el caso de que el folleto de un fondo no contemple que las comisiones de intermediación incorporen el servicio de análisis, la inclusión por primera vez del gasto por análisis como imputable al fondo de inversión conllevaría otorgar a los partícipes el correspondiente derecho de información, precisando que, en estos casos, únicamente podrá imputarse al fondo dicho gasto a partir del momento en el que se produzca la actualización del folleto; y en los casos en los que el folleto del fondo sí contemple la existencia

de comisiones de intermediación que incorporen el servicio de análisis, su sustitución por el gasto por análisis (desvinculado de la comisión de intermediación) no daría derecho de información.

– Información sobre costes y gastos.

El cumplimiento de las obligaciones de información *ex ante* sobre costes mediante una referencia a una lista en la página web con operaciones estandarizadas depende de la posibilidad de que quepa, o no, una estandarización de los costes para el tipo de instrumento financiero o servicio concreto. Así, por ejemplo, en el caso de productos que solo tengan costes explícitos fijados en función del volumen, tales como la renta variable, sí podría ser factible el cumplimiento de la obligación mediante la técnica de información estandarizada, cosa que no ocurre en el caso de la información de costes en el caso de productos como la renta fija u otros que incluyan costes implícitos en el precio, siendo diferentes en cada operación. Asimismo, la CNMV entiende que no se tendría por cumplida esta obligación si se ofrece un listado de tarifas o costes estandarizados que incluya todos los productos y servicios de la entidad.

Preguntas y respuestas sobre la aplicación del Reglamento 1286/2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIPs).

La CNMV publicó el pasado 22 de diciembre de 2017 un documento de preguntas y respuestas con las que se pretende transmitir a las entidades que prestan servicios de inversión los criterios de interpretación para promover una adecuada aplicación de las obligaciones que, de acuerdo con el Reglamento 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (Reglamento PRIIP), son de aplicación a partir del 31 de diciembre de 2017.

Dicho documento no tiene carácter normativo, debiendo ser objeto de revisión los criterios recogidos en él una vez se disponga de mayor información sobre la experiencia práctica en la aplicación de la norma y sobre la interpretación a nivel europeo de las cuestiones en discusión.

Dichas cuestiones son de diversa índole y afectan, entre otros temas, al alcance subjetivo y objetivo del Reglamento PRIIP; las obligaciones de los productores de productos de inversión minorista empaquetados y de productos de inversión basados en seguros; las obligaciones de los distribuidores; y el contenido del documento de datos fundamentales para el inversor.

Comunicado relativo a la agilización de los procedimientos de la CNMV en materia de verificación de emisiones de renta fija para inversores cualificados.

La CNMV ha decidido introducir cambios para agilizar los procedimientos de verificación de emisiones de renta fija dirigidas a inversores cualificados, con el objetivo de contribuir a que el mercado español sea más atractivo para la admisión a negociación de bonos y obligaciones tanto de empresas españolas como del resto de la Unión Europea, haciendo uso para ello de un criterio basado en un menor grado de revisión sustantiva y suprimiendo, de esta forma, las especificaciones innecesarias que se venían exigiendo al efecto.

Comunicado relativo a las directrices de ESMA relativas a los requisitos de gobierno de productos de MiFID II.

La CNMV comunica que adoptará las directrices publicadas el pasado 2 de junio de 2017 por ESMA relativas a los requisitos de gobierno de productos de MiFID II. Destacan, entre otras, las relativas a las categorías a tener en cuenta por los productores y distribuidores para la identificación del mercado objetivo y la definición de la estrategia de distribución, a la vez que se señala que se deberá identificar dicho mercado por parte del productor y el distribuidor, así como definir el mercado objetivo negativo, entendiéndose este como el grupo de clientes incompatibles con el producto, y la forma de evaluar la compatibilidad de los productos con las necesidades del grupo de clientes finales a quienes se vaya a ofrecer o recomendar esos productos.

Instrucciones para a la notificación de la excepción por actividad auxiliar.

La CNMV ha publicado en su página web las instrucciones para realizar las notificaciones relativas a la excepción prevista en el artículo 2.1, letra j) de MiFID II, sobre la obligación de disponer de autorización como entidad de servicio de inversión para entidades que operen en derivados de *commodities*, incluyendo a estos efectos un servicio dentro de su sede electrónica. En síntesis, la notificación se realizará a través de la sede electrónica, para lo cual será necesario el registro previo en el mismo por parte de las empresas.

Anexos sobre la organización de la CNMV

Composición del Consejo de la CNMV a 30 de abril de 2018

Presidente	D. Sebastián Albella Amigo
Vicepresidenta	Dña. Ana María Martínez-Pina García
Consejeros	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	Dña. Beatriz Gloria Viana Miguel
	D. Fernando Francisco Navarrete Rojas (Secretario General del Tesoro y Política Financiera)
	D. Javier Alonso Ruiz-Ojeda (Subgobernador del Banco de España)
	D. Ángel Benito Benito
Secretario	D. Miguel Martínez Gimeno

Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV a 30 de abril de 2018[1]

Presidente	D. Sebastián Albella Amigo
Vicepresidenta	Dña. Ana María Martínez-Pina García
Consejeros	D. Juan Manuel Santos-Suárez Márquez
	Dña. Beatriz Gloria Viana Miguel
	D. Ángel Benito Benito
Secretario	D. Miguel Martínez Gimeno

1 El Comité Ejecutivo de la CNMV está regulado, en cuanto a su creación, constitución y funciones, por el artículo 26 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, según redacción dada al mismo por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Composición del Comité Consultivo de la CNMV a 30 de abril de 2018[2]

Presidenta	Dña. Ana María Martínez-Pina García
Secretario	D. Miguel Martínez Gimeno
Secretario Técnico	D. Víctor Rodríguez Quejido

Vocales

Representantes de las infraestructuras de mercado	
Titular	D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria
Suplente	D. Ignacio Olivares Blanco
Titular	D. Jorge Yzaguirre Scharfhausen
Suplente	D. Gonzalo Gómez Retuerto
Titular	Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante
Suplente	D. Ignacio Solloa Mendoza

Representantes de los emisores	
Titular	Dña. María Luz Medrano Aranguren
Suplente	D. Íñigo Elorriaga Fernández de Arroyabe
Titular	D. Francisco Javier Zapata Cirugeda
Suplente	D. Rafael Piqueras Bautista

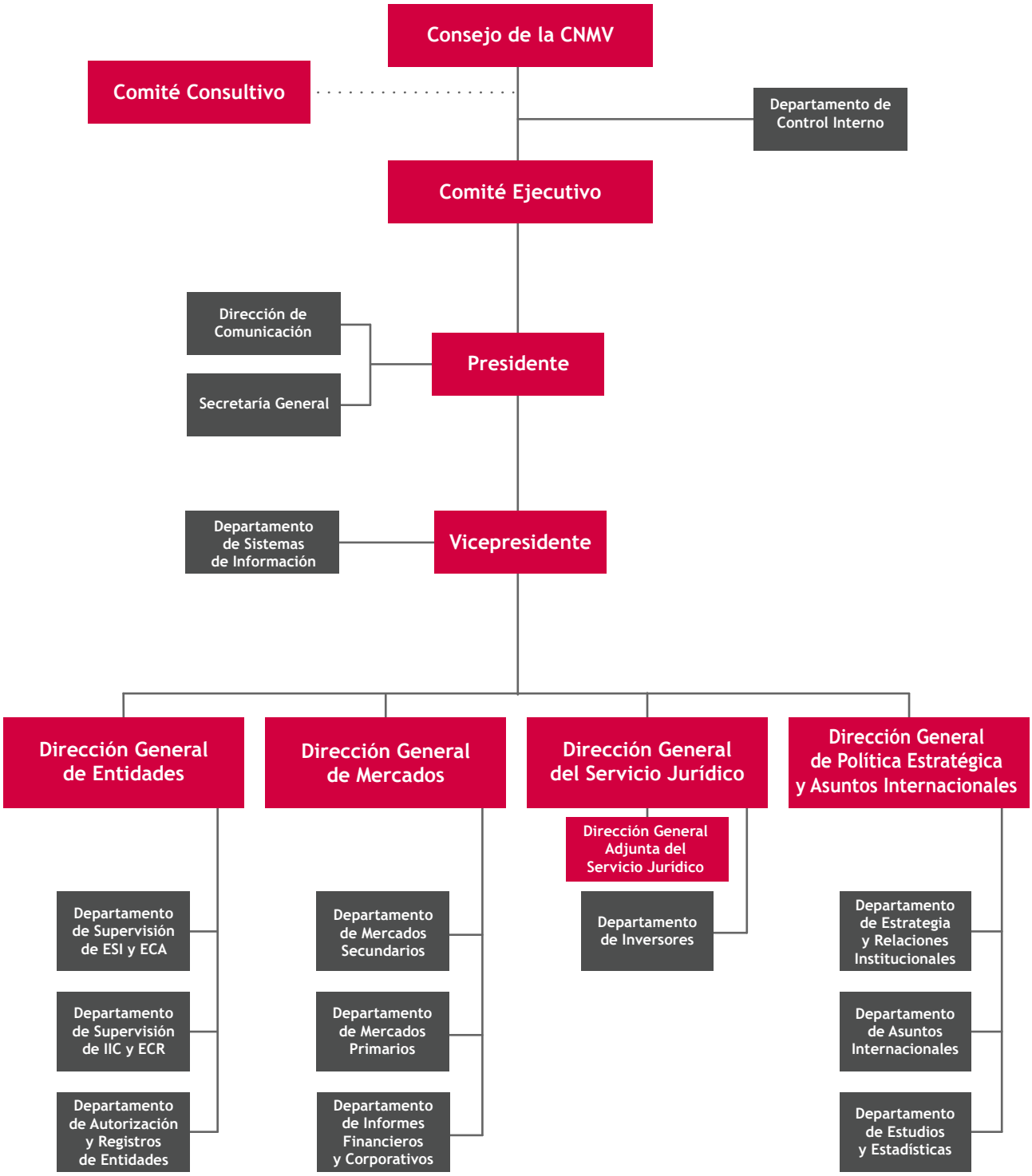
Representantes de los inversores	
Titular	D. Ángel Martínez-Aldama Hervás
Suplente	Dña. Virginia Arizmendi Ortega
Titular	Dña. Elisa Ricón Holgueras
Suplente	Dña. Pilar Lluesma Rodrigo
Titular	D. Manuel Pardos Vicente
Suplente	Dña. Ana María Solanas Forcada
Titular	D. Fernando Herrero Sáez de Eguilaz
Suplente	D. Santiago Pérez Beltrán

Representantes de las entidades de crédito y las entidades aseguradoras	
Titular	D. Javier Rodríguez Pellitero
Suplente	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 Arregui Elkorobarrutia
Titular	Dña. Pilar González de Frutos
Suplente	Dña. María Aránzazu del Valle Schaan

2 Real Decreto 303/2012, de 3 de febrero, por el que se regula el Comité Consultivo de la CNMV.

Representantes de los colectivos profesionales	
Titular	D. Rafael Antonio Sanmartín Argos
Suplente	D. Valentín Pich Rosell
Titular	D. Carlos Tusquets Trías de Bes
Suplente	D. Santiago Satrústegui Pérez de Vilaamil
Titular	D. Fernando Vives Ruiz
Suplente	D. Javier García de Enterría y Lorenzo-Velázquez

Representantes del Fondo de Garantía de Inversiones	
Titular	D. Ignacio Santillán Fraile
Suplente	D. José Ignacio García-Junceda Fernández

Representantes de las comunidades autónomas con mercado secundario oficial	
País Vasco	
Titular	D. Alberto Alberdi Arizgoitia
Suplente	D. Francisco Javier Arnaez Arrecigor
Cataluña	
Titular	D. Josep María Sánchez i Pascual
Suplente	Dña. Alba Currià Reynal
Comunidad Valenciana	
Titular	D. Manuel Illueca Muñoz
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

Organigrama de la CNMV