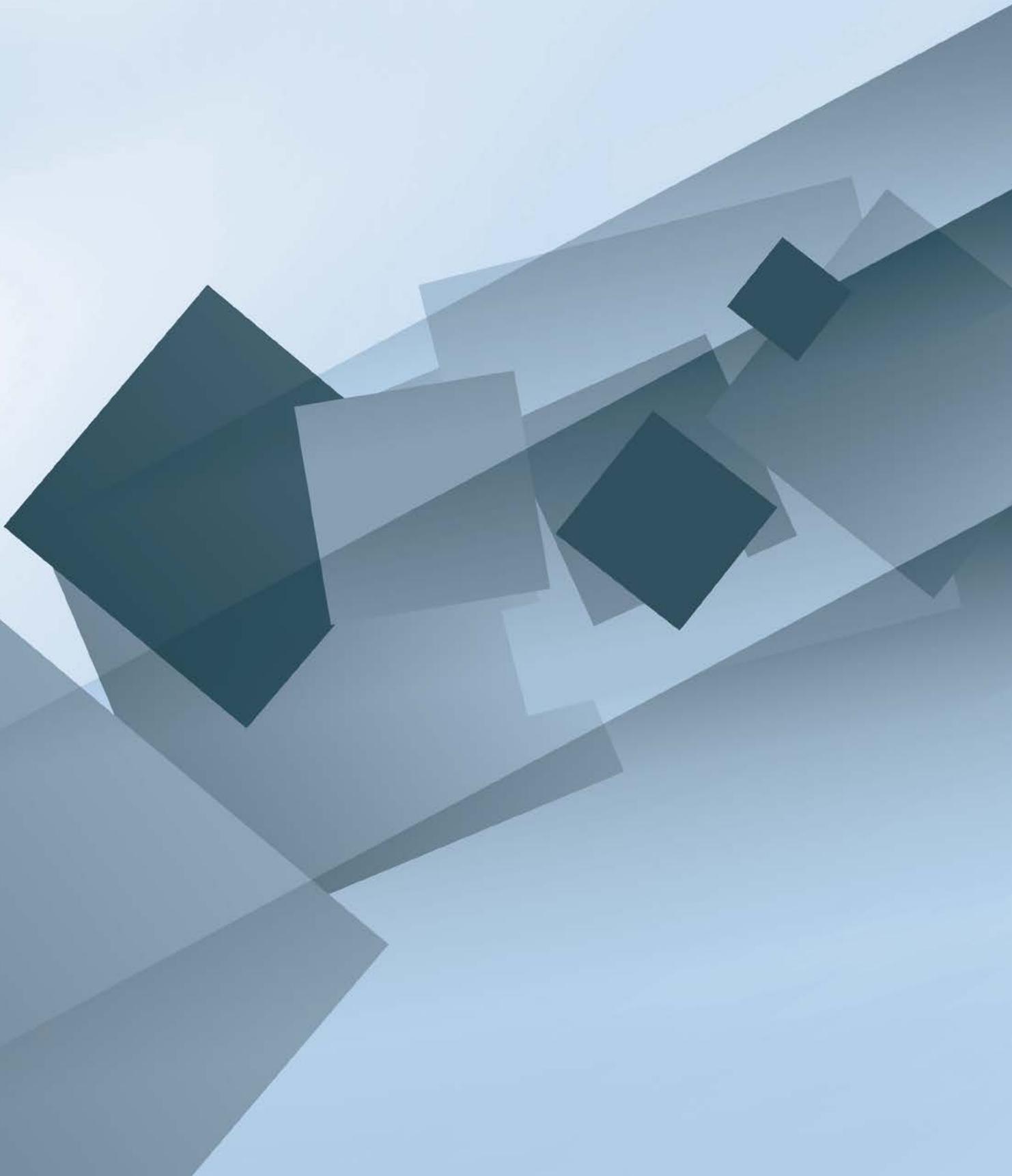




BOLETÍN DE LA CNMV
Julio 2017



BOLETÍN DE LA CNMV

Julio 2017

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Boletín con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en los artículos del Boletín reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Índice

I	Informes y análisis	9
	La regulación de la poscontratación en los mercados secundarios de valores	11
	Alberto J. Tapia Hermida	
	Contratación de valores españoles en otras plataformas europeas	33
	Cecilio Gil de Blas, Jesús González Redondo y Elías López Blanco	
II	Anexo legislativo	65
III	Anexo estadístico	85

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CDS	Credit Default Swap
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
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
EEE	Espacio Económico Europeo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESA	Autoridad Europea de Supervisión / European Supervisory Authority
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
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IASB	Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad / International Accounting Standards Board
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IICIL	Instituciones de inversión colectiva de inversión libre

IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MIBEL	Mercado Ibérico de Electricidad
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Memorando de entendimiento / Memorandum of Understanding
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
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PRIIP	Productos de inversión minorista empaquetados y productos de inversión basados en seguros / Packaged retail investment products and insurance-based investment products
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital-riesgo
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
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 carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UCITS	Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings 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

I Informes y análisis

La regulación de la poscontratación en los mercados secundarios de valores*

Alberto J. Tapia Hermida**

* Este artículo recoge la presentación realizada ante la CNMV el pasado 3 de abril de 2017, en la que ofrecí una síntesis de mi estudio: Tapia Hermida, A.J. (2017). *La post-contratación en los mercados secundarios de valores: el sistema de compensación y liquidación de valores*. Universidad Complutense, Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Archivo institucional EPrints Complutense n.º 2017/107.

** Alberto J. Tapia Hermida es catedrático de derecho mercantil de la Universidad Complutense de Madrid.

1 Introducción

Este estudio analiza la regulación de la poscontratación en los mercados secundarios de valores, que es la segunda fase de la negociación, en la que se ejecutan los contratos mediante la compensación centralizada de operaciones y la liquidación de estas, hasta que se produce el resultado final del traspaso de los instrumentos financieros y del dinero del patrimonio del vendedor al del comprador y viceversa.

Esta fase de la poscontratación está regulada, básicamente, en el ámbito de la Unión Europea, por el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (EMIR) y el Reglamento (UE) n.º 909/2014; y, en el derecho español, por el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) y el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores.

2 La regulación de la poscontratación en general

2.1 La negociación de los instrumentos financieros: contratación y poscontratación

La negociación de los instrumentos financieros en los mercados secundarios oficiales de valores (MSOV) y en los sistemas multilaterales de negociación (SMN) pasa por dos fases: la de contratación, en la que se produce el acuerdo de voluntades de la parte vendedora con la compradora; y la de poscontratación, en la que aquel acuerdo se ejecuta mediante la compensación centralizada de operaciones y la liquidación de estas, hasta que se produce el resultado final del traspaso de los instrumentos financieros y del dinero del patrimonio del vendedor al del comprador y viceversa.

En cada una de las dos fases de la negociación que se acaban de mencionar intervienen infraestructuras y entidades intermediarias típicas con sus respectivos estatutos legales y reglamentarios, que fijan sus derechos, sus deberes y sus responsabilidades. Así, en la primera fase de contratación participan las sociedades rectoras de los MSOV y de los SMN con sus respectivos miembros negociadores. Y en la segunda fase de poscontratación intervienen sendas infraestructuras, con sus correspondientes miembros o participantes de modo tal que, en la primera etapa de la compensación intervienen las entidades de contrapartida central (ECC) con sus miembros compensadores y, en la segunda etapa de liquidación, los depositarios centrales de valores (DCV) con sus entidades participantes. Estas dos infraestructuras de poscontratación deben servir para «salvaguardar los mercados financieros y permitir a los

participantes en el mercado confiar en que las operaciones con valores se ejecutarán adecuada y puntualmente, incluso en épocas de extrema tensión»¹.

2.2 La regulación de la poscontratación en la Unión Europea y en España: la «desintegración» del sistema español de compensación y liquidación de valores

2.2.1 En la Unión Europea

La fase de poscontratación de los instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores —con sus dos etapas de compensación y liquidación de valores, a cargo de las respectivas infraestructuras (las ECC y los DCV)— están reguladas en la Unión Europea, básicamente, mediante el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extra-bursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR)², y 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)³.

Estos dos reglamentos reguladores de las infraestructuras de la poscontratación comparten tres factores comunes que parece oportuno destacar y que son los siguientes:

- Primero, su finalidad de incrementar la competencia en el sector. Así, el reglamento de 2014 manifiesta expresamente que busca la apertura del mercado interior de liquidación de valores, que debería permitir a cualquier inversor de la UE invertir en todos los valores de la Unión con la misma facilidad y utilizando los mismos procedimientos que para los valores nacionales. Para ello, debe superar la fragmentación que obstaculiza la liquidación transfronteriza y hace pesar sobre ella riesgos y costes adicionales. De modo tal que es necesario promover la competencia entre los DCV —dada la importancia sistémica que tienen— para que los participantes en el mercado puedan elegir a sus proveedores y para reducir la dependencia respecto de proveedores de infraestructura determinados⁴.

1 Así lo dice el Reglamento (UE) n.º 909/2014 en su considerando 1.

2 *Diario Oficial de la Unión Europea* (27/07/2012). «EMIR: European Market Infrastructure Regulation». La Comisión Europea ha formulado, en mayo de 2017, una propuesta de modificación de este Reglamento EMIR, que se centra, fundamentalmente, en las obligaciones de compensación de los derivados extra-bursátiles (OTC) por contrapartes financieras, no financieras y fondos de pensiones, amén del incremento de la transparencia de las ECC. Véase al respecto: Comisión Europea (2017). «Questions and answers on the proposal to amend the European Market Infrastructure Regulation (EMIR)».

3 *Diario Oficial de la Unión Europea* (28/08/2014). «CSDR: Central Securities Depositories Regulation».

4 Reglamento (UE) n.º 909/2014, considerando 4. Véase el siguiente informe conjunto: CNMV y Banco de España (2007). *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. CNMV, pp. 19 y ss., que se refería a los «elementos de competencia y riesgo en la poscontratación». En España, ya en 2010, González Pueyo, J. (2010). *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 39, p. 39,

En este punto, resulta de especial interés llamar la atención sobre la prohibición por parte de la Comisión Europea —hecha pública el pasado 29 de marzo de 2017— de la fusión entre los dos mayores operadores bursátiles europeos, Deutsche Börse AG (DBAG) y London Stock Exchange Group (LSEG), que poseen no solo el capital de las bolsas de valores de Alemania, Italia y el Reino Unido, sino también de varias de las mayores cámaras de compensación europeas. Así, ambos operadores tienen importantes cuotas de mercado en los servicios de poscontratación, como sucede, en el caso del LSEG, con London Clearing House (LCH.Clearnet), incluidos SwapClear, la Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) y EUREX Clearing. En cuanto a lo que interesa a este estudio, la Comisión ha prohibido esta concentración porque hubiera llevado a un monopolio *de facto* de la compensación de los instrumentos financieros de renta fija (bonos y contratos de recompra) y a un efecto colateral sobre los mercados subyacentes de servicios de liquidación, custodia y gestión de garantías, además de que los remedios ofrecidos por las partes no eran eficaces para prevenir ese monopolio *de facto*⁵.

- Segundo, ambos reglamentos se refieren a las dos infraestructuras de poscontratación en los mercados de valores (ECC y DCV) en condiciones normales de funcionamiento. Por ello, es importante recordar que, en el ámbito de la UE, se han publicado consultas sobre la resolución de las crisis de los intermediarios financieros no bancarios en general, como es el caso del documento de la Comisión Europea de 2012 «Consulta sobre un marco para la reestructuración y resolución de las instituciones financieras no bancarias»⁶ e iniciativas legislativas, como la Propuesta de Reglamento para la reestructuración y resolución de las ECC que presentó la Comisión el 28 de noviembre de 2016, que se abordará al tratar del régimen de estas ECC.
- Por último, hay que tener en cuenta que los dos procesos de poscontratación, la compensación y la liquidación de operaciones sobre valores en MSOV o en SMN, al recaer sobre contratos de compraventa, tienen dos objetos que se intercambian: los valores y el dinero. Pues bien, el diferente significado de ambos objetos ha tenido una influencia determinante, dentro de la jurisprudencia

decía: «Las actuaciones de los reguladores sobre las actividades de post-contratación podrían centrarse en la consecución de dos objetivos básicos: El reforzamiento de la seguridad del sistema por sus implicaciones sobre el riesgo sistémico. Por un lado, un problema en la liquidación de valores por parte de una entidad puede extenderse al resto de participantes, y por otro, es necesario un sistema de registro que garantice la integridad de las titularidades de los valores. La puesta en marcha de un marco normativo homogéneo aplicable a la post-contratación, que facilite la competencia en aquellos procesos donde, desde un punto de vista de eficiencia económica, sea posible y a unos costes razonables. Además, en los grupos consolidados verticalmente debe garantizarse que los precios de acceso a los servicios de post-contratación no impidan la competencia en los servicios de negociación». Y añadía: «Varios autores asemejan los servicios de post-contratación con otros sectores de red (*network industries*) como servicios postales, ferrocarriles, aeropuertos y electricidad. Lannoo y Levin (2001) buscan los paralelismos con el proceso de liberalización de la industria de telecomunicaciones iniciado en el año 1983 en la UE».

5 Véase Comisión Europea (2017). «Mergers: Commission blocks proposed merger between Deutsche Börse and London Stock Exchange».

6 Este documento («Consultation on the possible framework for the recovery and resolution of nonbank financial institutions») se refería, principalmente, a las entidades aseguradoras, a las ECC y a los DCV.

comunitaria, a la hora de limitar la atribución de determinadas competencias de regulación, por ejemplo, al Banco Central Europeo (BCE). Así, la Sentencia del Tribunal General de la Unión Europea (STGUE) de 4 de marzo de 2015 (asunto T-496/11, Reino Unido y otros contra Banco Central Europeo) estableció que las competencias regulatorias del BCE sobre los sistemas de compensación y liquidación de valores comprenden la faceta de las transferencias de fondos derivadas de las operaciones de compensación, pero no alcanzan los aspectos de las transferencias de valores que resultan de aquellas mismas operaciones. Por lo tanto, dado que la regulación de las ECC afecta a la actividad de las infraestructuras de compensación de valores, el BCE carece de competencias para exigir que aquellas entidades estén domiciliadas dentro de un Estado miembro de la zona euro. Y ello llevó a anular el marco de vigilancia del Euro-sistema publicado por el BCE el 5 de julio de 2011, en la medida en que establece dicha exigencia de domiciliación⁷.

2.2.2 En el ordenamiento español

La fase de poscontratación de los instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores, con sus dos etapas de compensación y liquidación de valores a cargo de las respectivas infraestructuras —a saber, las ECC y los DCV—, está regulada en el ordenamiento español mediante el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, que establece dos tipos de regulaciones:

- Un régimen sustantivo, contenido en el capítulo VI del título IV («mercados secundarios oficiales de valores»), que trata de la «compensación, liquidación y registro de valores e infraestructuras de poscontratación» (artículos 93 a 117). Dentro de este régimen sustantivo, se regulan dos tipos de aspectos de la poscontratación: i) los dos aspectos específicos, que son la liquidación y la compensación; y ii) los dos aspectos comunes, que son el acceso a las infraestructuras de poscontratación y el sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables.
- Un régimen sancionador de las infracciones relativas a los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores, contenido en el capítulo V del título VIII, en el que se pueden diferenciar las infracciones —muy graves y graves— por incumplimiento de deberes fijados en el TRLMV sobre la base de la incorporación, bien directa e inmediata o bien indirecta y mediata, de las obligaciones establecidas en los dos reglamentos comunitarios antes citados.

El desarrollo reglamentario de la fase de poscontratación se encuentra en el título II (artículos 57 a 85) del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores. Este real decreto se modificará en breve, conforme al Proyecto de Real Decreto XX/2017 para la aplicación de la

7 Véase mi comentario: Tapia Hermida, A.J. (2015). «El Tribunal General de la Unión Europea delimita las competencias regulatorias del Banco Central Europeo sobre los sistemas de compensación de valores (Comentario a la Sentencia del Tribunal General de la UE de 4 de marzo de 2015, asunto T-496/11, Reino Unido y otros contra Banco Central Europeo)». *La Ley Unión Europea*, n.º 27.

reforma del sistema de compensación, liquidación y registro a los valores de renta fija y para la adaptación a TARGET2-Securities, sometido a consulta pública previa por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad el pasado mes de marzo de 2017 y que busca concretar la aplicación del Reglamento 909/2014⁸, teniendo en cuenta las características propias de los valores de renta fija, para señalar la fecha de aplicación de la reforma para la renta fija y flexibilizar algunos aspectos operativos. Todo ello teniendo presente que, en septiembre de este mismo año, se producirá la integración del sistema español de liquidación de valores en la plataforma TARGET2-Securities y, para ese momento, tanto el régimen jurídico como la operativa del sistema deben estar adaptados a las características de esta plataforma. En este último sentido, hay que recordar la reforma de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores por el Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, para adaptarse a TARGET2-Securities y al EMIR.

La regulación de la fase de poscontratación impuesta por los reglamentos comunitarios ha producido una suerte de «desintegración» del sistema español de compensación y liquidación de valores, porque se ha transitado desde el sistema precedente, en el que la negociación de valores en los mercados bursátiles —con sus fases de contratación, compensación y liquidación— estaba integrada funcional y estructuralmente (en la denominada estructura de «silo»), al nuevo sistema, en el que la negociación de valores en los mercados bursátiles se desintegra funcional y estructuralmente, en el sentido de que las fases de contratación, compensación y liquidación se encomiendan a diferentes entidades o infraestructuras.

2.3 Presupuestos regulatorios de la poscontratación

La poscontratación se ubica en un contexto regulatorio que viene determinado por dos presupuestos que son imprescindibles para comprender los mecanismos de compensación y liquidación de las operaciones sobre valores⁹:

- Primero, por el presupuesto técnico, que deriva de la representación forzosa de los instrumentos financieros transmitidos mediante anotaciones en cuenta y la consiguiente exigencia de su registro contable centralizado. La llevanza de este registro inicial de los valores por parte de los DCV (a nivel central) y la liquidación final de las operaciones sobre aquellos por los mismos DCV dibuja un «circuito cerrado» en la negociación sobre los valores.

8 El documento sometido a consulta pública previa identifica dos «problemas que se pretenden solucionar con la nueva norma»: «En primer lugar, es necesario adecuar el régimen jurídico de las actividades de compensación, liquidación y registro de valores en España a las características propias de los valores de renta fija para que Iberclear, depositario central de valores español, pueda modificar y adecuar su normativa interna (Reglamento de Iberclear, circulares e instrucciones correspondientes). En segundo lugar, hay que despejar las dudas surgidas ante determinadas cuestiones relacionadas con la utilización de los distintos tipos de cuentas, para aclarar que la decisión de política financiera al respecto tiende a la mayor flexibilidad y asimilación a los estándares más extendidos en los países de nuestro entorno».

9 Puede verse una exposición detallada de ambos presupuestos en mi estudio: Tapia Hermida, A.J. (2017) (*op. cit.*), pp. 32 y ss.

- Y segundo, por el presupuesto jurídico, que consiste en la contratación en los mercados secundarios de valores y está integrado por dos contratos de comisión bursátil de venta y de compra de los instrumentos financieros admitidos a negociación, que, al ser complementarios, desembocan en un contrato de compraventa.

3 La regulación de la compensación

3.1 Noción de la compensación

3.1.1 Noción finalista de la compensación

Atendiendo a sus objetivos, la compensación es el «proceso consistente en establecer posiciones, incluido el cálculo de las obligaciones netas, y en asegurar que se dispone de instrumentos financieros, efectivo, o ambos, para cubrir las exposiciones derivadas de dichas posiciones»¹⁰.

3.1.2 Noción procedimental de la compensación

Atendiendo a sus fases, el proceso de la compensación se desglosa en las siguientes actuaciones sucesivas de las ECC¹¹: i) aceptación de las operaciones por la ECC; ii) registro de las operaciones en las cuentas de la ECC, de acuerdo con sus propias reglas; iii) novación de las operaciones aceptadas por parte de la ECC, que —como su propio nombre indica— da la contrapartida a cada parte de la compraventa y se convierte en comprador para cada vendedor y en vendedor para cada comprador; iv) asignación por la ECC de la posición de compra y de venta de cada operación en la correspondiente cuenta abierta, según la estructura de cuentas definida en el reglamento y, en su caso, en las circulares que lo completen, para su posterior liquidación; v) cálculo por parte de la ECC para cada cuenta abierta y por parte de cada miembro compensador de las posiciones acreedoras o deudoras de valores y efectivo en cada sesión de liquidación; vi) generación por la ECC de las instrucciones de liquidación netas o brutas, en función de los criterios que tenga establecidos; vii) remisión por la ECC de las instrucciones de liquidación al DCV; y viii) tramitación por el DCV de las instrucciones de liquidación recibidas de la ECC, de acuerdo con sus normas internas de funcionamiento.

10 EMIR artículo 2, apartado 3.

11 Artículo 63 del Real Decreto 878/2015. El informe conjunto CNMV y Banco de España (*op. cit.*), p. 14, definía la compensación como «el proceso de transmisión, conciliación y, en algunos casos, confirmación de las instrucciones de pago y de transferencia de valores que tiene por objeto determinar las posiciones finales de valores y de efectivo que deben llevarse, después, a la fase de liquidación». Desde el punto de vista económico-financiero, véase González Pueyo, J. (*op. cit.*), p. 12, donde se define la compensación como «el proceso que tiene lugar entre la negociación y la liquidación, en el que se calculan las obligaciones de efectivo a pagar por parte del comprador de acciones y los valores a entregar por parte del vendedor».

3.1.3 La novación como rasgo jurídico definitorio de la compensación

El rasgo jurídico esencial de la compensación reside en la «novación» de las operaciones y de las obligaciones resultantes de estas, ya que la ECC se interpone entre la parte vendedora y la parte compradora de suerte que se produce una «sustitución legal» de la relación jurídico-obligatoria, que extingue el contrato original y configura un nuevo marco de derechos y obligaciones entre nuevos sujetos conforme a una especie de mitosis o bipartición de la compraventa original, celebrada entre el miembro negociador vendedor y el comprador, en dos compraventas que tienen como sujetos respectivos a aquellos miembros, que se convierten en compensadores, y a la ECC, que le da contrapartida compradora al miembro vendedor y vendedora al miembro comprador.

De esta manera, las obligaciones que han nacido de los contratos de compraventa se registran en la ECC, que sustituye —conforme a los términos establecidos en sus normas de funcionamiento— a las partes originales del contrato, para convertirse en comprador para el vendedor y viceversa. Si se reconduce esta «novación» de la que habla expresamente el artículo 63 del Real Decreto 878/2015 a las categorías clásicas de modificación de las obligaciones establecidas en los artículos 1203 y ss. de nuestro Código Civil¹², parece que el servicio de interposición de la ECC excede notablemente las nociones de novación modificativa o extintiva, puesto que produce una «sustitución legal» de la relación jurídico-obligatoria, que extingue el contrato original, y configura un nuevo marco de derechos y obligaciones entre nuevos sujetos. De tal manera que se produciría una suerte de mitosis, por virtud de la cual la compraventa originaria (A) entre el vendedor y el comprador finales —indirectamente representados por los miembros respectivos— se dividiría en otras dos compraventas: la (B), entre la parte vendedora y la ECC, que actuaría como compradora; y la (C), entre la parte compradora y la ECC, que actuaría como vendedora. Cambian, pues, las partes, pero no los objetos ni las obligaciones esenciales de entregar la cosa y pagar el precio (artículo 1445 del Código Civil).

3.2 Estructura subjetiva de la compensación: las entidades de contrapartida central y sus miembros compensadores

3.2.1 Las entidades de contrapartida central

De forma genérica, el derecho de la UE define como «entidad de contrapartida central» a «una persona jurídica que intermedia entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, actuando como compradora frente a todo vendedor y como vendedora frente a todo comprador»¹³. Esta definición genérica implica la novación subjetiva de las obligaciones derivadas de las compraventas originarias de valores, que —como se ha visto antes— genera la «sustitución legal» de la relación jurídico-obligatoria originaria.

12 Sobre estas nociones básicas, véase Díez-Picazo, L. (1983). *Fundamentos del derecho civil patrimonial*. Vol. 1, Civitas, Madrid, pp. 795 y ss.; y De Asís Sancho Rebullida, F. (1991). *Comentario del Código Civil*. Tomo II, Ministerio de Justicia, Madrid, pp. 294 y ss.

13 EMIR, artículo 2, apartado 1.

De forma específica, en el ordenamiento español, las ECC son sociedades anónimas especiales que, autorizadas por la CNMV y bajo su supervisión, desarrollan las funciones propias de infraestructuras de poscontratación en la fase de compensación centralizada obligatoria —conforme a los artículos 93 y 328 del TRLMV— de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que se realicen en segmentos de contratación multilateral de los MSOV y SMN.

En cuanto a sus funciones, debe destacarse su amplitud, ya que las ECC desempeñan un papel central en las dos formas básicas de negociación de instrumentos financieros en el mercado de valores. Así, desde un punto de vista funcional, desarrollan su actividad de compensación tanto respecto de las operaciones centralizadas de los mercados regulados como de los contratos de derivados extrabursátiles negociados OTC que estén sujetos a la obligación de compensación. Desde un punto de vista objetivo, compensan operaciones —actuando como intermediarias ante las dos partes— tanto si se trata de valores básicos (como bonos o acciones) como si se trata de derivados, con subyacentes financieros o de materias primas (por ejemplo, productos agrícolas, petróleo o gas natural).

Centrándose en el ámbito de la compensación centralizada de valores, las ECC deberán velar por la corrección y eficiencia de los procesos de compensación y por el control y la mitigación del riesgo de contrapartida y, para ello, tendrán atribuidas funciones de seguimiento y control de la operativa y de los riesgos y garantías de sus miembros, que llevarán a cabo de conformidad con la normativa aplicable y sus respectivos reglamentos internos¹⁴.

3.2.2 Los miembros compensadores

Los miembros compensadores de las ECC son las entidades financieras que —perteneciendo a alguna de las categorías legalmente previstas y cumpliendo las condiciones de acceso y de ejercicio requeridas en forma de solvencia, medios técnicos y garantías— participan en el proceso de compensación y remiten a las ECC las operaciones realizadas como miembros negociadores (si reúnen la doble condición) o por cuenta de miembros negociadores (que no reúnan la doble condición).

3.3 Las patologías de la compensación: incumplimientos y crisis económicas de los clientes, de los miembros compensadores y de las ECC

Las patologías que afectan a la compensación y a las ECC abarcan dos hipótesis básicas, incumplimientos y crisis económicas, que pueden afectar a tres tipos de sujetos: los clientes, los miembros y las propias ECC. En particular, los procedimientos concursales de los miembros de una ECC o de alguno de sus clientes producirán los efectos típicos siguientes: i) por un lado, atribuirán a la ECC un derecho absoluto de separación respecto de las garantías que tales miembros o clientes hubieran constituido ante dicha ECC; y ii), por otro lado, llevarán a la ECC a gestionar el traspaso de los contratos y posiciones que tuviera registrados por cuenta de los clientes, junto

14 Artículo 66 del Real Decreto 878/2015.

con los instrumentos financieros y el efectivo en los que estuvieran materializadas las correspondientes garantías.

Al igual que sucede con otros intermediarios financieros como las entidades de crédito, la previsión de normas especiales para el concurso de las ECC no obsta para que —dada la ineficiencia de los procedimientos concursales en estos casos— se establezcan procedimientos de solución administrativa de las crisis de las ECC. En este sentido, el 28 de noviembre de 2016, la Comisión Europea presentó una Propuesta de Reglamento para la reestructuración y resolución de las ECC¹⁵. Esta propuesta de reglamento se basa en los principios internacionales de solución de las crisis económicas de las infraestructuras de poscontratación antes mencionadas y, en particular, adapta el modelo de la normativa de reestructuración y resolución de las entidades de crédito¹⁶ a las ECC. Por ello, será esencial establecer una distinción entre las ECC en crisis que sean viables —y, por lo tanto, susceptibles de medidas de actuación temprana o de reestructuración, conforme a los planes respectivos que hayan elaborado las propias ECC— y las ECC en crisis que sean inviables, abocadas a las medidas de resolución ordenada, conforme a los planes de resolución elaborados por sus autoridades de supervisión.

4 La regulación de la liquidación

4.1 Noción de la liquidación

4.1.1 Noción finalista de la liquidación

Atendiendo a sus objetivos, se define como liquidación «la finalización de una operación con valores, dondequiera que se realice, con el fin de extinguir las obligaciones de las partes en dicha operación mediante la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas»¹⁷.

15 Véase Comisión Europea (2016). «Central Counterparties Recovery and Resolution Proposal: Frequently Asked Questions», y la entrada de mi blog de 7 de diciembre de 2016 sobre «Regulación de las crisis de las entidades de contrapartida central: la Comisión Europea propone normas sobre reestructuración y resolución de dichas entidades». Resulta particularmente interesante la opinión de ESMA sobre esta propuesta de reglamento (véase ESMA (2017). «European Commission's Proposal for EU Regulation on CCP Recovery and Resolution», ESMA70-151-222), en la que considera que se trata de una propuesta equilibrada, proporcionada y coherente con la normativa vigente de la UE, incluidos en particular el EMIR y la Directiva de resolución bancaria (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), así como con los Principios de IOSCO y del FSB sobre reestructuración y resolución de las ECC. En concreto, ESMA se pronuncia especialmente sobre las funciones clave que la propuesta le confiere y sobre las implicaciones organizativas que estas nuevas funciones comportarán.

16 Véase Rodríguez Quejido, V. y Portero Bujalance, J.M. (2016). «Resolución de entidades de contrapartida central: Enfoque en la agenda regulatoria global y respuesta en la Unión Europea». *Boletín de la CNMV*, diciembre, pp. 77-94. Sobre el modelo de referencia de la reestructuración de las entidades de crédito pueden verse también mis estudios: Tapia Hermida, A.J. (2016). «Las crisis bancarias en el sistema concursal español». *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, n.º 24, pp. 67 y ss.; y Tapia Hermida, A.J. (2015). «La regulación de la insolvencia de las entidades de crédito en la Disposición Adicional Segunda de la Ley Concursal». *La Ley Mercantil*, n.º 18.

17 Reglamento n.º 909/2014, artículo 2, apartado 1, párrafo 7. El informe conjunto CNMV y Banco de España (*op. cit.*), p. 16, definía la liquidación como «la fase de intercambio de los activos, en la que cada

4.1.2 Noción procedimental de la liquidación

El procedimiento de liquidación de operaciones¹⁸ pasa por las tres etapas siguientes:

- i) Comunicación de las órdenes de transferencia de valores y efectivo al DCV por una ECC, un MSOV, un SMN o sus entidades participantes. A tal efecto, los DCV determinarán en sus reglamentos internos los requisitos que deben contener las órdenes de transferencia de valores y efectivo que reciban de sus entidades participantes, a fin de aceptarlas y proceder a su liquidación. En atención a las modalidades de contratación o a la posible intervención de una ECC, los DCV establecerán en su normativa interna las diversas modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia de valores y efectivo¹⁹.
- ii) Aceptación de las órdenes de transferencia por los DCV, una vez que verifiquen que estas se ajustan a los requisitos establecidos en sus reglamentos internos²⁰.
- iii) Ejecución de las órdenes de transferencia por los DCV mediante la liquidación de las operaciones, lo que conllevará la transferencia de valores, la transferencia de efectivos o ambas²¹. En lo que a los valores respecta, el DCV procederá a su liquidación mediante el abono y correlativo adeudo de los valores en las cuentas del registro central, y las entidades participantes registradoras deberán practicar simultáneamente la anotación correlativa, cuando proceda, en las cuentas de sus registros de detalle²².

4.1.3 La extinción de obligaciones mediante su pago como rasgo jurídico definitorio de la liquidación

De la noción finalista de la liquidación se deduce que su rasgo jurídico esencial la identifica con el pago como la primera de las formas de extinguir las obligaciones

participante realiza la entrega (o recepción) de los valores y a su vez recibe (o entrega) el efectivo, conforme a los importes calculados en la fase de compensación». Desde el punto de vista económico-financiero, véase González Pueyo, J. (*op. cit.*), p. 12, que dice: «Liquidación. Es la fase de intercambio del efectivo y los valores. Requiere la intervención de un banco liquidador, generalmente un banco central, para liquidar el efectivo, y de los depositarios centrales de valores y custodios para la transferencia de valores».

18 Los artículos 32 y 33 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) vigente, modificado el 28 de julio de 2016, establecen la «diversidad de modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia» y el «procedimiento especial y opcional de intermediario financiero».

19 Artículo 79, apartados 1 y 2, del Real Decreto 878/2015. El artículo 30 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) vigente, modificado el 28 de julio de 2016, establece la forma de «comunicación de órdenes de transferencia de valores y efectivo».

20 El artículo 31 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) vigente, modificado el 28 de julio de 2016, establece el proceso de «aceptación de órdenes de transferencia cursadas al sistema. Irrevocabilidad y firmeza».

21 Los artículos 34 y 35 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) vigente, modificado el 28 de julio de 2016, establecen la forma de liquidación de valores y de efectivo.

22 Artículo 80, apartados 2 y 3, del Real Decreto 878/2015.

recogidas en el artículo 1156 y concordantes del Código Civil²³ mediante «la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas», que nos remite, respectivamente, a las normas sobre pago de las deudas de dinero (artículo 1170) y a las normas sobre la entrega de cosa genérica (artículo 1167) por cuanto los valores anotados de una misma emisión tienen carácter fungible (artículo 18 del Real Decreto 878/2015).

4.2 Los dos puntos críticos de conexión entre el derecho de sociedades y el derecho del mercado de valores derivados de la liquidación de operaciones

En la fase de liquidación y desde el punto de vista jurídico, existen dos puntos críticos de conexión entre el derecho de sociedades (fase de «producción» de los valores) y el derecho del mercado de valores (fase de «distribución» —primaria y secundaria— de los valores) que se exponen a continuación.

4.2.1 El control de la integridad de las emisiones por los DCV

El primer punto crítico reside en la función colateral que desempeñan los sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV de control de la integridad de las emisiones de valores anotados en cuenta para impedir la inflación patológica de los valores en cuanto a su creación, modificación o reducción indebidas derivadas de los procesos de negociación. Así los DCV desarrollan la denominada «función notarial» en los sistemas de tenencia de valores, a través de los cuales las entidades participantes en los DCV comunican las tenencias de valores de los inversores, de tal modo que son un instrumento esencial para controlar la integridad de una emisión, es decir, para impedir la inflación patológica de valores, esto es, la creación o reducción indebidas de valores emitidos, lo que contribuye considerablemente a mantener la confianza de los inversores²⁴. En el caso de las acciones, dicha integridad es la concordancia entre el número y la clase de valores emitidos por las sociedades anónimas cotizadas con ocasión de la constitución inicial de su capital social (artículos 4 y 23, letra d) de la Ley de Sociedades de Capital o LSC) o la ampliación sucesiva de este mediante la emisión de nuevas acciones (artículos 295 y ss. de la LSC) y las acciones de la misma sociedad que se estén negociando en los MSOV o en los SMN. Por lo tanto, la liquidación adecuada debe impedir que se generen excesos o defectos en aquella ecuación. Algo análogo puede decirse de las obligaciones emitidas por las sociedades anónimas cotizadas, cuya integridad de las emisiones es la igualdad entre las emitidas (artículos 401 y ss. de la LSC) y las circulantes en un MSOV o en un SMN en un momento determinado.

23 Sobre estas nociones básicas, véanse Díez-Picazo, L. (*op. cit.*), pp. 850 y ss.; y Bercovitz Rodríguez-Cano, R. (1991). *Comentario del Código Civil*, Madrid, Ministerio de Justicia, Tomo II, pp. 163 y ss.

24 El principio 11, referido a los DCV, previsto en los «Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero» de la OICV/IOSCO determina que un DCV debe establecer reglas y procedimientos adecuados que ayuden a garantizar la integridad de las emisiones de valores y minimizar los riesgos asociados con la salvaguarda y la transferencia de aquellos valores. El apartado 1, párrafo 11, p. 8, del mismo documento señala que estos DCV desempeñan un papel relevante para garantizar la integridad de las emisiones de valores, esto es, para que aquellos valores no se creen ni se destruyan ni sus características se modifiquen de forma accidental ni fraudulenta a resultas de su proceso de negociación.

En definitiva, el control de la integridad de las emisiones de valores mediante una liquidación ajustada de las operaciones sobre estos es una condición esencial para que operen dos principios básicos de la regulación societaria y del mercado de valores: i) el principio radical de toda sociedad de capital de correspondencia entre capital y patrimonio y ii) el principio de protección del inversor para que este no llegue a poseer acciones ni obligaciones sin amparo efectivo en el patrimonio del emisor, sino nacidas de la inflación patológica causada por la liquidación desajustada de operaciones sobre aquellos valores.

Se encuentra una buena prueba de la importancia de estos deberes del DCV de garantizar la integridad de las emisiones, por un lado, en que su incumplimiento genera la correspondiente responsabilidad administrativa²⁵ y, por el otro, en la relevancia que este aspecto tiene en el estatuto jurídico de las entidades participantes en el DCV²⁶.

4.2.2 La coordinación entre la liquidación de operaciones sobre valores en el mercado y la liquidación de derechos y obligaciones derivados de tales valores

El segundo punto crítico reside en la coordinación entre la liquidación de operaciones sobre valores en el mercado y la liquidación de derechos y obligaciones derivados de tales valores, a resultas de operaciones traslativas del dominio de aquellos valores (liquidaciones dinámicas) o como consecuencia de acuerdos de sus sociedades emisoras (liquidaciones estáticas).

En este sentido, la generación de derechos y obligaciones para sus titulares por los valores admitidos a negociación es relevante a los efectos que ahora interesan de su registro como anotaciones en cuenta y de la compensación y liquidación de las operaciones que los tienen por objeto en dos formas o momentos: de forma estática (sin

25 Así, el artículo 288, apartado 1, letra f), del TRLMV tipifica como infracción muy grave «el incumplimiento de los requisitos que deben reunir los servicios que presta, contenidos en los artículos 37 a 41, cuando con ello se ponga en grave riesgo la integridad del sistema de liquidación o registro, o se perjudiquen gravemente los intereses de los participantes o de los titulares de valores, o se pongan en grave riesgo los valores de los participantes o de sus clientes». Y ello es así si se tiene en cuenta que el artículo 37, apartado 1, del Reglamento (UE) n.º 909/2014, al referirse a la «integridad de la emisión» dispone que: «Los DCV tomarán las oportunas medidas de conciliación con vistas a comprobar que el número de valores que constituyan una emisión o formen parte de una emisión de valores registrada en el DCV sea igual a la suma de los valores registrados en las cuentas de valores de los participantes en el sistema de liquidación de valores gestionado por el DCV y, cuando proceda, en las cuentas de titulares mantenidas en el DCV. Estas medidas de conciliación se aplicarán como mínimo una vez al día».

26 Así, el artículo 8 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) vigente, modificado el 28 de julio de 2016, comienza diciendo: «Las entidades participantes deberán cumplir las obligaciones establecidas en la normativa española aplicable al registro contable de valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como lo previsto en el presente Reglamento y las Circulares e Instrucciones de desarrollo del mismo. Para ello, deberán disponer y conservar, así como suministrar a la Sociedad de Sistemas, la información necesaria para cumplir con las especificaciones que se establezcan para cada una de las cuentas a las que se refiere el artículo 19 y, muy en particular, para las cuentas que mantengan en sus Registros de Detalle. Asimismo, deberán establecer las medidas necesarias para mantener la exacta y permanente concordancia de sus Registros de Detalle con los saldos reconocidos en el Registro Central».

operación de transmisión de estos) o de forma dinámica (a resultas de su transmisión)²⁷. Por lo anterior, es necesario establecer una coordinación de los tres tipos de entidades implicadas en estos procesos, para garantizar la asignación cronológicamente correcta de los derechos y obligaciones a sus titulares. Y esta coordinación cronológica se establece de dos modos:

- Primero, de forma estática o no traslativa; esto es, con independencia de que se produzca una transmisión de los valores y un cambio consiguiente de titular, la entidad emisora (por ejemplo, una sociedad anónima cerrada o SAC) estará obligada a comunicar los derechos u obligaciones de contenido económico que los valores generen tan pronto se haya adoptado el acuerdo correspondiente²⁸ a dos tipos de entidades: por una parte, a los DCV encargados de los registros contables de ellos y de la liquidación de operaciones sobre aquellos; y, por otra, a las sociedades rectoras de los MSOV y de los SMN en los que estén admitidos a negociación sus valores²⁹.
- Segundo, de forma dinámica o traslativa; esto es, cuando se produzca una transmisión de los valores y un cambio consiguiente de titular, porque, en este caso, se plantea el problema añadido de la asignación cronológica de los beneficios, derechos u obligaciones inherentes a la titularidad de estos. Pues bien, esta asignación cronológica se realizará de dos maneras, según la categoría de valores de la que se trate. En el caso de los valores participativos o de renta variable —a saber, las acciones y valores equivalentes a acciones—, la asignación se realizará al adquirente desde la fecha de la compra en el MSOV o SMN, es decir, desde la fecha de la contratación. En estos casos, hay una eficacia retroactiva de la liquidación, cuyos efectos se retrotraen a la contratación. En el caso de los valores no participativos o de renta fija y demás valores no equivalentes a acciones, la asignación se efectuará al adquirente desde la fecha de liquidación de la correspondiente operación de compra. En estos casos, hay una coincidencia y eficacia simultáneas de la liquidación y los efectos de la contratación.

En todo caso, la coordinación entre la liquidación de operaciones, por una parte, y la liquidación de derechos y obligaciones, por otra, obliga a prever que, si se produjeran retrasos u otras incidencias en el proceso de liquidación de las operaciones, podrían realizarse los ajustes oportunos sobre la liquidación de dichos derechos

27 En este sentido, el Reglamento de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) vigente, modificado el 28 de julio de 2016, dice, en el apartado II de su preámbulo: «Al mismo tiempo, la Sociedad de Sistemas desempeña una importante tarea en relación con los emisores de valores: no sólo garantiza la integridad de la emisión de valores incluidos en su registro, sino que es un canal para el ejercicio de los derechos de los titulares de los valores frente a los emisores, a la vez que encauza las solicitudes de información de las emisoras sobre la identidad de sus accionistas».

28 Por ejemplo, los acuerdos de reparto de las ganancias sociales que generen el derecho al dividendo (artículo 93 y artículo 275, apartado 2, de la LSC) o los acuerdos de aumento de capital con cargo a reservas que generen el derecho a la asignación gratuita de nuevas acciones (artículo 303 de la LSC).

29 Estas comunicaciones deberán especificar las fechas relevantes para el reconocimiento, ejercicio, cumplimiento y pago de los correspondientes derechos y obligaciones, teniendo en cuenta las normas aplicables a la contratación, compensación, liquidación y registro de las operaciones sobre los valores admitidos a negociación en dichos mercados. Véase artículo 95, apartados 1 y 2, del TRLMV.

u obligaciones³⁰. En concreto, serán los DCV quienes realizarán los correspondientes ajustes en relación con la liquidación de operaciones sobre valores que tuvieran asignado algún derecho u obligación cuando, por retrasos o eventuales fallos en la liquidación de las operaciones, los valores no se hubieran asignado a los perceptores con derecho a aquellos. Asimismo, las ECC que intervengan en la liquidación podrán realizar los oportunos ajustes relativos a las operaciones de préstamos de valores con objeto de compensar al prestamista por los derechos económicos que le correspondan³¹.

Por último, debe recordarse el derecho que atribuye el artículo 497, apartado 1, de la LSC a las SAC a obtener de las entidades que lleven los registros contables los datos correspondientes a sus accionistas³².

4.3 Estructura subjetiva de la liquidación: los depositarios centrales de valores y sus entidades participantes

4.3.1 Los depositarios centrales de valores

De forma genérica, el derecho de la UE define como depositario central de valores o DCV³³ a una persona jurídica que gestione un sistema de liquidación de valores («servicio de liquidación») y preste, al menos, otro de los servicios básicos enumerados en la sección A del anexo del Reglamento 909/2014, que son: el registro inicial de los valores en un sistema de anotaciones en cuenta («servicio de notaría») y la provisión y mantenimiento de cuentas de valores en el nivel superior de tenencia («servicio central de mantenimiento»)³⁴.

De forma específica, en el ordenamiento español, los DCV son sociedades anónimas especiales que —autorizadas por la CNMV y bajo su supervisión— desarrollan las funciones propias de las infraestructuras de poscontratación en la fase de liquidación —conforme a los artículos 94 y 95 del TRLMV— de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que se realicen en segmentos de contratación multilateral de los MSOV y de los SMN.

30 Artículo 95, apartado 3, del TRLMV.

31 El artículo 84 del Real Decreto 878/2015 regula la «gestión de eventos corporativos en caso de retrasos o incumplimientos en la liquidación».

32 El artículo 26 del Reglamento de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) vigente, modificado el 28 de julio de 2016, establece el régimen del suministro de datos a las emisoras sobre la identidad de los titulares de valores diciendo: «La Sociedad de Sistemas prestará a las entidades emisoras de valores nominativos y a aquellas otras entidades emisoras que así lo soliciten, el servicio de comunicación diaria de los datos de titularidad relativos a las operaciones liquidadas que se realicen sobre sus acciones o participaciones que permitan la actualización de su libro registro y la comunicación con sus accionistas o partícipes. La Sociedad de Sistemas podrá recibir comunicaciones de las entidades emisoras relativas a posibles discrepancias para su remisión, análisis y aclaración por las entidades participantes Registradoras (...)».

33 Artículo 2, apartado 1, párrafo 1, y anexo del Reglamento de 2014.

34 El título V (artículos 27 y ss.) del Reglamento de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) vigente, modificado el 28 de julio de 2016, regula la «gestión de sistemas de liquidación».

Las funciones legalmente atribuidas a los DCV presentan dos características comunes. La primera es su doble faceta de poder-deber, que es consustancial a la noción misma de función. Así, estas funciones se les atribuyen a los DCV como facultades que deben ejercitar. La segunda característica es su carácter subordinado a las facultades de supervisión, inspección y sanción que atribuye el título VIII del TRLMV a la CNMV. En efecto, ello es así porque los DCV son entidades privadas que, en todo caso, deben ejercer sus funciones —por cuanto repercuten en otras entidades o personas privadas— bajo la supervisión de la autoridad pública de supervisión del mercado de valores, que es la CNMV. Y se ve cómo esta tutela pública se proyecta tanto sobre las funciones reguladoras, en forma de comunicación a la CNMV y al Banco de España y en las facultades de suspensión de la primera, como sobre las funciones supervisoras, en forma de deberes de comunicación de los DCV a la CNMV y de facultades de esta última de requerir a los DCV.

Establecido lo anterior, los DCV deberán ejercer dos tipos de funciones principales:

- Las funciones supervisoras, porque deben supervisar la actuación de terceros relacionados con sus dos actividades centrales, que son: i) la llevanza del registro central de los valores cotizados y, por ende, anotados, comprobando su correcta llevanza en sus dos escalones, para salvaguardar la correlación exacta entre el número total de valores asociados a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes, tanto en el registro central como en los registros de detalle; y ii) la gestión centralizada de los procesos de liquidación, controlando y promoviendo su eficiencia y corrección y vigilando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente de las que, como consecuencia de la compensación, se liquidan mediante apuntes practicados en las cuentas de los registros de detalle que mantienen las entidades participantes.

Debe recordarse que, dado que la tutela pública de la CNMV se proyecta, en particular, sobre estas funciones supervisoras de los DCV —que se ejercerán sin perjuicio de las facultades de supervisión, inspección y sanción que atribuye el título VIII del TRLMV a la CNMV— estos DCV deberán establecer un diálogo triple:

- i) En el diálogo con sus entidades participantes, los DCV podrán requerirles cuanta información consideren necesaria para el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control; inspeccionar directamente, en los locales de las propias entidades y con su consentimiento, las actividades de estas³⁵; e instarlas a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud e incumplimiento detectada en sus funciones de seguimiento y control³⁶. Además, en el caso de que se produzca algún incumplimiento por parte de las entidades participantes, los DCV —de conformidad con su reglamentación interna— pueden adoptar medidas correctoras en forma de deberes especiales de información y vigilancia, de suspensión total o parcial, o de exclusión de su actividad³⁷.

35 El artículo 74, apartado 1, letra a), del Real Decreto 878/2015 prevé que, en caso de falta de dicho consentimiento, los depositarios centrales de valores dirigirán comunicación a la CNMV.

36 Artículo 74, apartado 1, letra b), del Real Decreto 878/2015.

37 Artículo 74, apartado 3, del Real Decreto 878/2015.

- ii) El diálogo de los DCV con la CNMV se produce en una doble dirección. Por un lado, los DCV deberán poner en su inmediato conocimiento los hechos y actuaciones de los que tengan información en el ejercicio de las funciones que les son propias y que puedan entrañar infracción de las normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la regulación del mercado de valores. Un caso especial de diálogo se produce ante los incumplimientos de las entidades participantes y las consiguientes medidas correctoras de los DCV, porque entonces pueden tener un doble alcance y estar sujetas a diferentes procedimientos, ya que: si son de alcance normal o interno, no será preciso comunicarlas a la CNMV; mientras que si son de alcance especial, externo o cualificado —esto es, si pueden afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o del sistema de llevanza del registro contable de los valores—, deberán comunicarlas a la CNMV y esta podrá suspender su aplicación o dejarlas sin efecto, cuando estime que dichas medidas infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de las actividades de liquidación y registro en los mercados de valores³⁸. En general, los DCV deberán prestar a la CNMV cuanta asistencia solicite en sus funciones de supervisión, inspección y sanción. Por otro lado, la CNMV podrá requerir a los DCV cuanta información sea precisa para evaluar el cumplimiento de sus obligaciones de seguimiento y control, así como establecer normas para el desarrollo de dicha actividad.
- iii) Por último, si se recuerda que —conforme al esquema general de la negociación de valores que hemos expuesto en el epígrafe 1.1 de este artículo— la liquidación de operaciones que realizan los DCV es la segunda y última etapa de la poscontratación y que viene antecedida, en origen, por la contratación en los MSOV o en los SMN, es lógico establecer medidas de coordinación de la supervisión privada en las sucesivas fases. Por este motivo, los DCV prestarán cuanta colaboración les soliciten las sociedades rectoras de los MSOV o de los SMN a los que presten servicios, en particular, en lo relativo a las funciones de recepción y difusión de información establecidas en la normativa para las sociedades rectoras³⁹.
- Las funciones informativas, porque los DCV deben gestionar el sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables. En efecto, los DCV que presten servicios en España deberán establecer un sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos con una doble finalidad, relacionada con sus dos ámbitos esenciales de actividad, a saber: i) en cuanto al registro de los valores anotados, servir de herramienta para supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto en el nivel del registro central como de los registros de detalle; y ii) en cuanto a la liquidación de operaciones, servir como herramienta de intercambio y tratamiento de la información para la realización de las actividades de compensación, liquidación y registro de valores admitidos a negociación en un MSOV o en un SMN⁴⁰.

38 Artículo 74, apartado 4, del Real Decreto 878/2015.

39 Artículo 74, apartado 5, del Real Decreto 878/2015.

40 Artículo 114, apartado 1, del TRLMV.

4.3.2 Las entidades participantes

Las entidades participantes en los DCV son las entidades financieras que, perteneciendo a alguna de las categorías legalmente previstas y cumpliendo las condiciones de acceso y de ejercicio requeridas, participen en el proceso de liquidación comunicando las órdenes de transferencia de valores y efectivo al DCV y, una vez aceptadas por este y realizados los asientos correspondientes en el registro central, las ejecuten practicando los asientos de abono y adeudo en los registros de detalle que gestionan.

4.4 Las patologías de la liquidación: fallos en la liquidación y crisis económicas de las entidades participantes de los DCV

4.4.1 Fallos en la liquidación

Las patologías que afectan a la liquidación pueden consistir, primero, en fallos en la liquidación, que los DCV gestionarán de forma diferente, según haya intervenido o no una ECC. A este respecto, los DCV deberán establecer los mecanismos necesarios para prevenir y gestionar los posibles incumplimientos en la entrega de valores o en el pago del efectivo en el plazo fijado para la liquidación⁴¹. Estos mecanismos deberán tener un contenido necesario y otro potestativo: i) el contenido necesario incluirá procesos de reciclaje y liquidación parcial de las órdenes de transferencia; ii) el contenido potestativo podrá extenderse al establecimiento de una pluralidad de ciclos de liquidación, mecanismos para la selección de órdenes de transferencia de valores y efectivo que permitan maximizar el número y el importe de las operaciones liquidadas, así como cualquier otro procedimiento que, a la vista de la tipología de las operaciones y la posible intervención de una ECC, se consideren adecuados para cumplir con el objetivo de alcanzar una mayor eficiencia en el resultado de la liquidación⁴². En este punto, resultan especialmente interesantes las Directrices sobre las normas y procedimientos en caso de impago de un participante en un DCV, emitidas por ESMA el pasado 23 de marzo de 2017 en cumplimiento de la facultad reconocida en el artículo 41, apartado 4, del Reglamento (UE) n.º 909/2014⁴³.

4.4.2 Crisis económicas de las entidades participantes de los DCV

El segundo tipo de patologías son los concursos de las entidades participantes en los DCV, que producirán dos efectos típicos: por un lado, la atribución al DCV de un

41 En este sentido, el considerando 14 del Reglamento n.º 909/2014 dice: «Los DCV y las demás infraestructuras del mercado deben tomar medidas para prevenir y corregir los fallos en la liquidación. Es esencial que esas reglas se apliquen directa y uniformemente en la Unión. En particular, procede exigir a los DCV y demás infraestructuras del mercado que establezcan procedimientos que les permitan tomar medidas adecuadas para suspender a cualquier participante que sistemáticamente cause fallos en la liquidación y hacer pública su identidad, a condición de que se ofrezca a dicho participante la oportunidad de formular observaciones antes de que se adopte tal decisión».

42 El artículo 81 del Real Decreto 878/2015 exige que dichos mecanismos se ajusten a lo dispuesto en los artículos 6 y 7 del Reglamento (UE) n.º 909/2014 y su normativa de desarrollo.

43 ESMA (2017). «Final Report. Guidelines on participant default rules and procedures under Regulation (EU) No. 909/2014». ESMA70-708036281-8.

derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en los que se materialicen las garantías constituidas por dichas entidades participantes en aquellos sistemas y, por otro lado, la atribución a la CNMV de la facultad de disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traslado de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad.

5 Conclusiones

- La negociación de los instrumentos financieros en los MSOV y en los SMN pasa por dos fases: la de contratación, en la que se produce el acuerdo de voluntades de la parte vendedora con la compradora; y la de poscontratación, en la que aquel acuerdo se ejecuta mediante la compensación centralizada de operaciones y su liquidación, hasta que se produce el resultado final del traspaso de los instrumentos financieros y del dinero del patrimonio del vendedor al del comprador y viceversa.
- La poscontratación se ubica en un contexto regulatorio que viene determinado por dos presupuestos que son imprescindibles para comprender los mecanismos de compensación y liquidación de las operaciones sobre valores:
 - i) Por el presupuesto técnico, que deriva de la representación forzosa de los instrumentos financieros transmitidos mediante anotaciones en cuenta y la consiguiente exigencia de su registro contable centralizado. La llevanza de este registro inicial de los valores por los DCV (a nivel central) y la liquidación final de las operaciones sobre aquellos por los mismos DCV dibuja un «circuito cerrado» en la negociación sobre los valores.
 - ii) Por el presupuesto jurídico, que consiste en la contratación en los mercados secundarios de valores y que integra dos contratos de comisión bursátil de venta y de compra de los instrumentos financieros admitidos a negociación, que, al ser complementarios, desembocan en un contrato de compraventa.
- El rasgo jurídico esencial de la compensación reside en la «novación» de las operaciones y de las obligaciones resultantes de estas, ya que la ECC se interpone entre la parte vendedora y la parte compradora de suerte que se produce una «sustitución legal» de la relación jurídico-obligatoria, que extingue el contrato original y configura un nuevo marco de derechos y obligaciones entre nuevos sujetos conforme a una especie de mitosis o bipartición de la compraventa original, celebrada entre el miembro negociador vendedor y el comprador, en dos compraventas que tienen como sujetos respectivos a aquellos miembros, que se convierten en compensadores, y a la ECC, que le da contrapartida compradora al miembro vendedor y vendedora al miembro comprador.
- Las patologías que afectan a la compensación y a las ECC abarcan dos hipótesis básicas (incumplimientos y crisis económicas), que pueden afectar a tres tipos de sujetos (los clientes, los miembros y las propias ECC). En particular, los

procedimientos concursales de los miembros de una ECC o de alguno de sus clientes producirán los efectos típicos siguientes: por un lado, atribuirán a la ECC un derecho absoluto de separación respecto de las garantías que tales miembros o clientes hubieran constituido ante dicha ECC y, por otro lado, llevarán a la ECC a gestionar el traspaso de los contratos y posiciones que tuviera registrados por cuenta de los clientes, junto con los instrumentos financieros y el efectivo en los que estuvieran materializadas las correspondientes garantías.

- El rasgo jurídico esencial de la liquidación —definida legalmente como la finalización de una operación con valores con efectos extintivos de las obligaciones de las partes— la identifica con el pago como la primera de las formas de extinguir las obligaciones recogidas en el artículo 1156 y concordantes del Código Civil, mediante «la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas», que remite, respectivamente, a las normas sobre pago de las deudas de dinero (artículo 1170) y a las normas sobre la entrega de cosa genérica (artículo 1167) por cuanto los valores anotados de una misma emisión tienen carácter fungible (artículo 18 del Real Decreto 878/2015).
- Desde el punto de vista jurídico, en cuanto a la liquidación de operaciones se refiere, el primer punto de conexión crítico entre el derecho de sociedades y el derecho del mercado de valores reside en la función colateral que desempeñan los sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV de control de la integridad de las emisiones de valores anotados en cuenta, para impedir la inflación patológica de los valores en cuanto a su creación, modificación o reducción indebidas derivadas de los procesos de negociación.
- El segundo punto de conexión crítico entre el derecho de sociedades y el derecho del mercado de valores reside en la coordinación entre la liquidación de operaciones sobre valores en el mercado y la liquidación de derechos y obligaciones derivados de tales valores, a resultas de operaciones traslativas del dominio de aquellos valores (liquidaciones dinámicas) o como consecuencia de acuerdos de sus sociedades emisoras (liquidaciones estáticas).
- Las patologías que afectan a la liquidación pueden consistir en fallos en la liquidación, que los DCV gestionarán de forma diferente según haya intervenido o no una ECC, y el concurso de las entidades participantes en el DCV, que producirá, como efectos típicos, los siguientes: por un lado, la atribución al DCV de un derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en los que se materialicen las garantías constituidas por dichas entidades participantes en aquellos sistemas y, por otro lado, la atribución a la CNMV de la facultad de disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traslado de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad.

Contratación de valores españoles de renta variable en otras plataformas europeas

Cecilio Gil de Blas, Jesús González Redondo y Elías López Blanco*

* Cecilio Gil de Blas pertenece al Departamento de Estrategia y Relaciones Institucionales de la CNMV y Jesús González Redondo y Elías López Blanco al Departamento de Estudios y Estadísticas.

1 Introducción

El 1 de noviembre de 2017 se cumplirán diez años de la entrada en vigor de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros¹, conocida como MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) y, más recientemente, como MiFID I para distinguirla de la nueva directiva (MiFID II) y el Reglamento MiFIR², que a partir de 2018 configurarán el nuevo marco regulador de los mercados de instrumentos financieros en Europa.

La implantación de la Directiva, junto con los avances tecnológicos, ha propiciado durante este período un cambio sustancial en la negociación de la renta variable en Europa. Antes de que se aplicase la MiFID I existía una fuerte concentración en las bolsas tradicionales, pero ahora se halla considerablemente fragmentada en diversos sistemas o centros de ejecución de operaciones que, bajo las figuras de los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (SMN) o los internalizadores sistemáticos, compiten intensamente entre sí. También se ha producido durante estos años un notable aumento en la proporción del volumen negociado a través de sistemas opacos o con requisitos de transparencia reducidos, incluida la negociación OTC (*over the counter*).

La MiFID I permitió el establecimiento en Europa de numerosas plataformas de negociación que, en su mayoría, se acogieron al régimen de los SMN, promovidas por grandes bancos de inversión y por los propios mercados regulados europeos. Así, en diciembre de 2008, solo un año después de que entrase en vigor la directiva, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) tenía registrados ya 120 SMN, la mitad de ellos autorizados por el regulador del Reino Unido. En el caso de España, se registraron cuatro³. El número de internalizadores sistemáticos registrado fue mucho más reducido (12) y no ha variado significativamente desde entonces.

La competencia entre centros de ejecución se ha traducido en una migración sustancial de la contratación en valores admitidos a negociación en los mercados regulados europeos a los SMN y a otros mercados regulados (véase gráfico 1). Así,

1 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. Entró en vigor el 1 de noviembre de 2007.

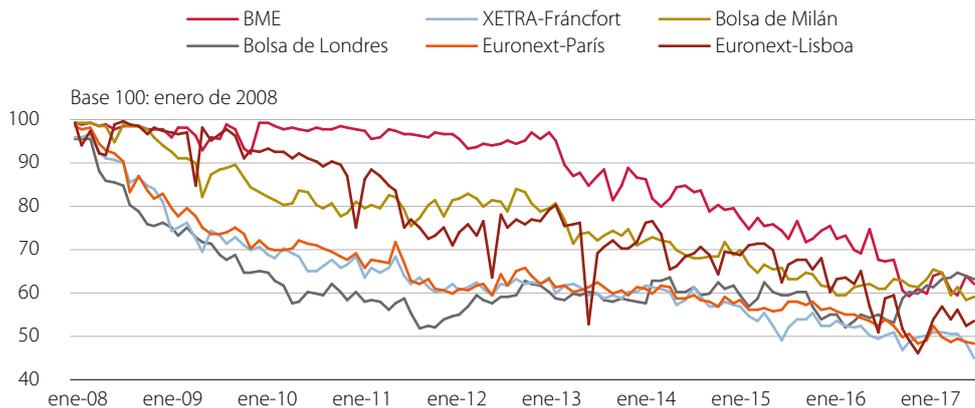
2 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

3 Tres de BME (MAB, Latibex y Senaf) y un cuarto del Grupo MTS (MTS SPAIN).

en los segmentos de negociación más transparentes, concretamente en la negociación abierta en horario continuo, la migración se ha dirigido fundamentalmente hacia las plataformas de nuevo cuño, sobre todo hacia CHI-X, BATS-Europe y Turquoise, todas ellas autorizadas inicialmente en el Reino Unido como SMN, aunque las dos primeras operan actualmente como mercados regulados. En cambio, en los segmentos menos transparentes el principal competidor ha sido —y sigue siendo— un mercado regulado: la Bolsa de Londres.

Cuotas de negociación de los principales mercados regulados europeos (negociación sujeta a reglas de mercado regulado)

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Reuters.

Como se advierte en el gráfico 1, la deslocalización se produjo con relativa rapidez en las grandes bolsas europeas, con la salvedad de la española, posiblemente debido a las características diferenciales del sistema de compensación, liquidación y registro de valores con respecto a los estándares aplicados en los mercados de nuestro entorno, que encarecían la operativa en el exterior con valores españoles. Estas características diferenciales se han eliminado, al menos parcialmente, con la puesta en marcha de la reforma del sistema a finales de abril de 2016.

En este artículo se revisa la evolución de las cuotas de negociación de BME en los valores españoles de renta variable que tiene admitidos a negociación, comparándola con la observada para otros grandes mercados regulados europeos. Se analizan de forma separada la negociación en el libro de órdenes sujeta a requisitos de pretransparencia y la negociación de bloques y operaciones especiales. También se tiene en cuenta en la comparación la contratación reportada como OTC. Además, se señalan algunos factores que pueden haber influido en la localización de la negociación en el entorno competitivo actual de los mercados europeos.

Con carácter previo se destacan tres aspectos claves del marco regulador establecido por la MiFID I: la categorización de los centros de ejecución contemplados en la directiva, la sujeción de los intermediarios que tramiten o ejecuten órdenes a una regla basada en el principio de mejor ejecución y el régimen de transparencia aplicado a las operaciones. En relación con el principio de mejor ejecución, se incluye un recuadro que recoge los resultados de una revisión horizontal reciente acerca de su cumplimiento realizada por la CNMV.

Posteriormente, se abordan las posibles implicaciones del nuevo régimen regulador definido por la MiFID II y el Reglamento MiFIR en la estructura de la negociación de renta variable en Europa, destacando sobre todo las posibles repercusiones de las limitaciones que se imponen a la negociación OTC. El artículo se cierra con un apartado de conclusiones.

2 MiFID I: centros de ejecución, reglas de transparencia y principio de mejor ejecución

La MiFID I es una de las grandes directivas aprobadas durante la pasada década para impulsar la integración de los servicios financieros en la Unión Europea. Su objetivo era establecer un régimen regulador de las transacciones en el mercado secundario que garantizase la calidad de la ejecución de las operaciones, así como la integridad y eficiencia general del sistema financiero en su conjunto, en un contexto caracterizado por la existencia de diversos tipos de sistemas de ejecución de órdenes. Aunque, como se ha indicado, las bolsas tradicionales mantenían una posición claramente dominante en la negociación de renta variable, en el momento de elaborarse la directiva ya era significativa la actividad registrada en las denominadas plataformas alternativas de negociación, que operaban tanto en estos instrumentos como en renta fija o derivados, a lo que cabe añadir la actividad canalizada a través de operaciones OTC. Así pues, la nueva normativa partía de un reconocimiento de la diversidad de sistemas y centros de ejecución⁴ y se proponía ordenar la contratación en ese nuevo contexto.

El régimen regulador de la MiFID I contempla numerosos aspectos de la ejecución de órdenes, entre los que destacan la categorización de los centros y sistemas de negociación, el establecimiento de una obligación efectiva de ejecución de las órdenes en las condiciones más favorables para los clientes y el régimen de transparencia de las operaciones. Estos tres aspectos son fundamentales en la configuración del actual marco de competencia entre centros de ejecución.

2.1 Centros de ejecución

La MiFID I incluye dentro de su ámbito tres tipos de centros o sistemas de ejecución de órdenes: los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos. Las transacciones realizadas al margen de estos centros de ejecución se clasifican como OTC. En el caso de la renta variable, los centros regulados por la MiFID I concentran hoy la mayor parte de la negociación, pero las transacciones OTC representan una parte sustancial del total, concretamente en torno al 40 % (en algunos países se acercan al 50 %)⁵.

4 Véase, por ejemplo, el considerando 5 de la directiva.

5 Según datos de Reuters, la negociación OTC representó en abril de 2017 el 40,7 % del total de las transacciones de renta variable agregadas a nivel europeo, el 30,4 % para España, el 12 % para Italia, el 45,5 % para Francia, el 47,1 % para Alemania, el 41,7 % para el Reino Unido y el 31,5 % para Portugal.

Las definiciones de mercado regulado y SMN que fija la Directiva se aproximan significativamente entre sí para destacar que ambos proporcionan el mismo servicio de negociación organizada⁶. Así, los define a los dos como sistemas multilaterales de negociación que permiten reunir, dentro del sistema y según normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos. Los mercados regulados deben ser operados por un gestor sujeto a requisitos que se armonizan en la propia directiva, mientras que los SMN pueden serlo tanto por gestores del mercado regulado como por empresas de servicios de inversión.

Se puede decir que la MiFID I reconoce a los mercados regulados como mercados de referencia —no en vano la mayoría de estos mercados son bolsas tradicionales—, lo que se traduce en una carga de regulación considerablemente mayor para ellos que para los SMN. Así, mientras que los valores negociados en los mercados regulados están sujetos a un amplio conjunto de normas comunitarias (requisitos mínimos de admisión; información pública inicial, continua y puntual; opas; abuso de mercado; la propia MiFID...), las únicas que resultan aplicables a los negociados en los SMN son la normativa sobre abuso de mercado y la MiFID, con la ventaja adicional de que el cumplimiento de esta normativa se ve facilitado en la mayoría de los casos por el hecho de que los SMN negocian fundamentalmente valores admitidos a negociación en mercados regulados.

Los internalizadores sistemáticos se definen en la directiva como empresas de servicios de inversión o entidades de crédito que, de forma organizada, frecuente y sistemática, ejecutan órdenes de clientes contra su cuenta propia, al margen de un mercado regulado o un SMN. Así pues, la directiva regula a través de esta modalidad una operativa que puede considerarse fronteriza con la operativa bilateral OTC, de la cual la separa su carácter organizado, frecuente y sistemático. De hecho, las transacciones realizadas por estos agentes deben comunicarse como negociaciones OTC a través de agentes de publicación autorizados (APA).

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) tiene registrados en la actualidad 106 mercados regulados, 153 SMN y 11 internalizadores sistemáticos⁷.

En el caso de los mercados regulados, la mayor parte de la actividad en el ámbito de la renta variable se concentra en un número reducido de bolsas tradicionales o mercados relacionados con ellas (Bolsa de Londres, Bolsa Alemana, Euronext París, Bolsa de Madrid y Bolsa de Milán), a las que hay que añadir CHI-X y BATS-Europe, dos importantes centros de negociación integrados en un mismo grupo, que se constituyeron inicialmente como SMN pero que operan como mercado regulado desde 2013. En el ámbito de los mercados regulados, el mayor operador es el grupo London Stock Exchange (LSE), que gestiona la Bolsa de Londres y la de Milán, así como el SMN Turquoise, uno de los más relevantes. También destacan el grupo Euronext, que opera las Bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y el mercado Euronext Londres; y el grupo Deutsche Börse, que gestiona la Bolsa de Fráncfort y el mercado alemán XETRA. En el caso de los SMN, la actividad en renta variable también se concentra

6 Considerando 6 de la directiva.

7 Datos a fecha 19 de mayo de 2017.

en un número relativamente reducido de centros de negociación, entre los que destaca sobre todo, tras el cambio de status de CHI-X y BATS-Europe, Turquoise. En cuanto a los internalizadores sistemáticos, pertenecen en su mayoría a grandes bancos. Seis de los once registrados en ESMA están autorizados en el Reino Unido.

En España hay registrados cinco mercados regulados⁸, todos ellos gestionados por el grupo BME, que en el caso de la renta variable opera fundamentalmente a través del mercado continuo, un mercado dirigido por órdenes a través del cual se conectan entre sí las cuatro bolsas españolas. También hay registrados cuatro SMN, todos operados por el grupo BME (Mercado Alternativo Bursátil, Mercado Alternativo de Renta Fija, Latibex y Senaf).

En cuanto a la negociación OTC, la MiFID I las trata como transacciones a medida, ejecutadas bilateralmente entre contrapartidas mayoristas, que habitualmente se caracterizan por tener una cuantía superior a la media del mercado. Este tipo de negociación puede facilitar a los inversores institucionales una gestión eficiente de su cartera de acuerdo con sus objetivos. Debido a que se realiza normalmente sin transparencia previa, también puede reducir el impacto de las transacciones, que generalmente son de volumen elevado, en la formación de los precios del mercado.

Un tipo de actividad que se enmarca en la negociación OTC es la desarrollada a través de los denominados sistemas internos de case, operados por algunos bancos y brókeres, que permiten ejecutar a través de sistemas electrónicos órdenes de clientes casándolas con órdenes de otros clientes o contra la cuenta propia de la entidad.

Las transacciones OTC se comunican a través de los APA.

2.2 Transparencia de la negociación

En el marco definido por la MiFID I, un mismo valor puede contratarse en diferentes centros de ejecución, lo que acentúa la importancia de las reglas de transparencia — tanto las previas a la negociación (pretransparencia) como las posteriores (posttransparencia)— para informar y proteger a los inversores, facilitar la selección del centro de ejecución y asegurar la correcta formación de los precios. La directiva solo establece estas reglas en la negociación de renta variable, dejando en manos de los Estados la posibilidad de fijarlas para otros instrumentos financieros. Los requisitos de transparencia varían en función del centro de ejecución y de los volúmenes contratados.

El régimen de transparencia contemplado para la negociación de renta variable en los mercados regulados y los SMN es similar. El esquema que se presenta en el cuadro 1 resume los requisitos de pretransparencia para ambos tipos de centros, esto es, la información sobre precios de compra y venta y los volúmenes que deben facilitar de modo público con carácter previo a la negociación. Como se advierte en el cuadro, la información exigida se ajusta a las características de los distintos sistemas de negociación que los centros pueden emplear.

8 Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, AIAF Mercado de Renta Fija, Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y MEF Exchange.

Requisitos de pretransparencia en la negociación de acciones aplicables a los mercados regulados y SMN¹

CUADRO 1

Tipo de sistema	Descripción del sistema	Información que debe hacerse pública (art. 17)
Sistema continuo de negociación de libro de órdenes mediante subasta	Sistema que, mediante una cartera de órdenes y un algoritmo de negociación que funciona sin intervención humana, casa las órdenes de compra correspondientes sobre la base del mejor precio disponible y de forma continua.	Número agregado de órdenes y las acciones que representan en cada nivel de precios, al menos para los cinco mejores precios de oferta y demanda.
Sistema de negociación dirigido por precios	Sistema en el que las operaciones se realizan sobre la base de los precios en firme que se ponen continuamente a disposición de los participantes, lo que obliga a los creadores de mercado a mantener un volumen de cotizaciones que equilibre las necesidades de los miembros y participantes de negociar un volumen comercial y el riesgo al que se expone el propio creador del mercado.	Mejor oferta y demanda por precio de cada creador de mercado para esa acción, junto con los volúmenes correspondientes a dichos precios.
Sistema periódico de negociación mediante subasta	Sistema que casa órdenes sobre la base de una subasta periódica y de un algoritmo de negociación que funciona sin intervención humana.	Precio al que el sistema de negociación mediante subasta cumpliría mejor su algoritmo de negociación y volumen que sería potencialmente ejecutable a ese precio.
Sistema periódico de negociación no incluido en los anteriores	Sistema híbrido con características de dos o tres de los sistemas anteriores o sistema en el que el proceso de determinación del precio es de naturaleza distinta a los tipos de sistemas mencionados anteriormente.	Información adecuada sobre el nivel de órdenes o cotizaciones y sobre la posición de negociación; en particular, los cinco mejores precios de oferta y demanda o las cotizaciones de compra y venta de cada creador del mercado para esa acción, si lo permiten las características del mecanismo de determinación del precio.

Fuente: CNMV.

1 Reglamento (CE) n.º 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

El régimen general de pretransparencia cuenta con una serie de excepciones (*waivers*)⁹, entre las que se incluyen aquellas relacionadas con operaciones de elevado volumen, donde únicamente rigen requisitos de transparencia posteriores a la negociación. Así, se considera que una orden es de elevado volumen en comparación con el volumen normal del mercado si es igual o superior al volumen mínimo recogido en el cuadro 2, que varía en función del volumen del efectivo medio diario negociado (EMDN) del valor considerado en el último año natural cerrado¹⁰.

9 Según los artículos 18 y 19 del Reglamento (CE) n.º 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006.

10 Según el artículo 33 del Reglamento (CE) n.º 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006.

Órdenes de elevado volumen en comparación con el volumen normal del mercado

CUADRO 2

Importes expresados en euros

Clase en términos de efectivo medio diario negociado (EMDN) ¹	Volumen mínimo de la orden considerada de elevado volumen comparada con el volumen normal de mercado
EMDN < 500.000	50.000
500.000 ≤ EMDN < 1.000.000	100.000
1.000.000 ≤ EMDN ≤ 25.000.000	250.000
25.000.000 ≤ EMDN ≤ 50.000.000	400.000
EMDN ≥ 50.000.000	500.000

Fuente: CNMV.

1 EMDN: volumen efectivo medio diario negociado.

Respecto a la transparencia posnegociación, los mercados regulados y los SMN están obligados a hacer públicos los precios, volúmenes y hora de ejecución de las operaciones contratadas. No obstante, se permite aplazar la publicación de las operaciones de elevado volumen durante un periodo que va desde los 60 minutos posteriores hasta 3 días, en función del tamaño de la operación.

En cuanto a los internalizadores sistemáticos, estos intermediarios negocian bilateralmente con sus clientes, a los que ofrecen cotizaciones en firme. Estas cotizaciones no se difunden con carácter general, sino que son los propios internalizadores quienes dan acceso a ellas, por lo que puede no resultar sencillo para el público obtener esta información.

No obstante, los internalizadores también están sujetos a ciertos requisitos en materia de transparencia. Así, en el ámbito de la transparencia prenegociación, están sujetos a requisitos que difieren en función de si la acción negociada tiene o no un mercado líquido o de si el volumen de la orden supera o no el volumen estándar del mercado:

- Con carácter general deben hacer públicas las cotizaciones en firme cuando las órdenes de los clientes se refieran a acciones admitidas a negociación para las que exista un mercado líquido y cuando dichas órdenes sean iguales o inferiores al volumen estándar del mercado para una categoría de acciones.
- Cuando se trate de acciones para las que no exista un mercado líquido, difundirán las cotizaciones únicamente a petición de los clientes. Asimismo, cuando se trate de acciones para las que existe un mercado líquido, pero el volumen de las órdenes supere el estándar del mercado, no estarán sujetos a la obligación de publicar sus cotizaciones en firme.

En el ámbito de la postransparencia, los internalizadores sistemáticos tienen que hacer público el volumen y el precio de las transacciones que realicen sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados. Como se ha indicado, debido a su carácter bilateral, las transacciones realizadas por los internalizadores sistemáticos se comunican como negociaciones OTC a través de los APA.

2.3 Aplicación del principio de mejor ejecución

La Directiva impone a las empresas de servicios de inversión una obligación de «ejecución óptima» para garantizar que las órdenes se ejecuten en las condiciones más favorables para el cliente. En concreto, el artículo 21 exige que dichas empresas, al ejecutar órdenes, «... adopten todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. No obstante, en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica».

Para hacer efectiva esta obligación, las empresas de servicios de inversión deben establecer una política de ejecución de órdenes, en la que se especifique, para cada clase de instrumento financiero, información sobre los centros donde la empresa ejecute las órdenes de sus clientes y los factores relevantes para la elección del centro. Deben incluir como mínimo los centros donde las empresas obtengan sistemáticamente el mejor resultado en la ejecución. De estas políticas se debe informar a los clientes y solicitar su consentimiento previo. En el caso de que se contemple la posibilidad de que las órdenes puedan ejecutarse al margen de un mercado regulado o un SMN, también se requiere un consentimiento previo del cliente antes de proceder a la ejecución.

Así pues, el principio de mejor ejecución contemplado en la MiFID I es una regla compleja, fundada en la valoración de una multiplicidad de factores, lo que dificulta sustancialmente tanto su aplicación por parte de los intermediarios como la comprobación de su cumplimiento por el cliente o por el supervisor. La Comisión Europea ha suplementado el artículo 21 de la MiFID I con medidas de ejecución que contemplan: i) los criterios para determinar la importancia relativa de los distintos factores, teniendo en cuenta el volumen y el tipo de orden, así como la naturaleza del cliente (particular o profesional); ii) los factores que deben tener en cuenta las empresas de servicios de inversión para revisar sus sistemas de ejecución con el fin de garantizar una correcta aplicación de la normativa; y iii) la información que estas empresas deben suministrar a sus clientes acerca de sus políticas de ejecución¹¹.

Las dificultades para controlar la aplicación por los intermediarios de la normativa sobre mejor ejecución se reflejaron claramente en un informe de ESMA de febrero de 2015, en el que daba cuenta de una revisión entre pares (*peer review*) de la implementación de dicha normativa en diversos países y de la convergencia de las prácticas supervisoras en la materia de las autoridades nacionales competentes¹². El informe puso de manifiesto la existencia de un nivel bajo tanto en la implementación de la normativa como en la convergencia supervisora e instó a la adopción de

11 Artículo 44 de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

12 Disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-494_peer_review_report_on_best_execution_under_mifid_0.pdf.

determinadas medidas para mejorar la situación. En 2016, ESMA realizó un seguimiento de las medidas adoptadas por las autoridades nacionales tras la publicación del informe mencionado, en el que se constató una significativa mejora.

En el recuadro adjunto se resumen los resultados de la revisión horizontal realizada por la CNMV en 2016 sobre el cumplimiento del principio de mejor ejecución en España.

Revisión horizontal de las obligaciones de las entidades sobre mejor ejecución

RECUADRO 1

La *peer review* de ESMA sobre las prácticas supervisoras de las distintas autoridades competentes en relación con la mejor ejecución —mencionada anteriormente— recomendaba a los supervisores europeos un refuerzo de las actuaciones de supervisión en esta materia, que hasta la fecha no habían tenido una consideración prioritaria. El Plan de Actividades de la CNMV para el año 2016 asumió esta recomendación, señalando que, como continuación del esfuerzo de la institución por avanzar hacia una mayor convergencia supervisora, se procedería en ese mismo año a realizar una revisión horizontal del cumplimiento de los requisitos de mejor ejecución.

La revisión se ha centrado en la operativa en renta variable española, tomando una muestra de 15 entidades de crédito y empresas de servicios de inversión que prestaban servicios de ejecución o de recepción y transmisión de órdenes. Para su selección se tuvieron en cuenta, entre otros factores, el volumen de negociación, la prestación del servicio de ejecución o recepción y el de transmisión de órdenes, y la existencia de operativa relevante para clientes minoristas.

En la revisión se han identificado diversas deficiencias que deberían subsanarse, a lo que hay que unir la necesidad de planificar adecuadamente la adaptación a los requisitos que en materia de mejor ejecución introduce la Directiva 65/2014/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFID II), que serán de aplicación a partir de enero de 2018.

Se recogen a continuación las principales debilidades o puntos de mejora observados en la revisión, entre los que destacan especialmente los relacionados con la descripción y el soporte documental del análisis realizado por las entidades para la selección de los intermediarios y los centros de ejecución a los que transmiten las órdenes.

Descripción y soporte documental del análisis efectuado para la selección de centros de ejecución o de intermediarios a los que se transmiten las órdenes

Las entidades que prestan el servicio de ejecución deben documentar de forma suficiente el análisis realizado de los factores que hayan considerado para la elección de uno o varios centros de negociación. Igualmente, las entidades que reciben y transmiten órdenes deben justificar la elección del intermediario o intermediarios a los que las transmiten, dejando también constancia documental del estudio efectuado.

El análisis referido debe tener particularmente en cuenta las comisiones y costes vinculados a cada centro de negociación y considerar cuál o cuáles de ellos permiten obtener mejores resultados en términos de «contraprestación total» (precio del instrumento financiero y costes) para los clientes minoristas. En todo caso, la conclusión del análisis no tiene necesariamente que llevar a la entidad a conectar a más de un centro de negociación ni a utilizarlo de modo habitual, siempre que ello quede adecuadamente justificado. Asimismo, no deben cargarse comisiones de intermediación que discriminen injustificadamente a unos centros frente a otros.

Cuando la entidad ejecute o canalice de forma sistemática las operaciones de determinados clientes y no las de otros, en ciertos centros de negociación o con ciertos intermediarios, deberá estar en condiciones de justificar documentalmente y con suficiente precisión las razones de tal actuación.

Por otra parte, 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, establece en su artículo 13 las condiciones que cumplir en relación con los incentivos ligados al análisis, servicio que debe considerarse independiente del servicio de ejecución o intermediación. Tales condiciones implican, entre otros aspectos, que a partir del 1 de enero de 2018 habrá que repercutir a los clientes de forma separada el coste del análisis.

Además, es relevante recordar la obligación, ya recogida en las normas vigentes, de revisar periódicamente la efectividad de la política de ejecución de órdenes. Las entidades deben estar en condiciones de justificar documentalmente la realización de dichos análisis periódicos.

Asimismo, en caso de que se prestara el servicio de gestión de carteras, se tendrían que cumplir unos requerimientos análogos en la selección de los posibles intermediarios.

Otras incidencias observadas

- Acreditación de que las órdenes se han ejecutado conforme a la política aprobada. Las entidades deben estar en condiciones de demostrar a sus clientes, a petición de estos, que han ejecutado sus órdenes de conformidad con su política de ejecución.
- Contenido específico para minoristas. Las políticas aplicadas por las entidades deben especificar que el criterio para determinar la mejor ejecución para los clientes minoristas es el de la contraprestación total (precio del instrumento financiero y costes).

Esta regla es también aplicable en el caso de que una entidad miembro de un mercado sea seleccionada por un intermediario que recibe órdenes de sus clientes minoristas. La entidad seleccionada debería contar con una política de mejor ejecución como si recibiera directamente las órdenes de los clientes minoristas finales.

- Provisión de información en un soporte duradero. Cuando la política de mejor ejecución está disponible a través de la web, las entidades deben estar en condiciones de acreditar haber obtenido el consentimiento a dicha forma de provisión de la información de todos sus clientes (artículo 3, apartado 2, del Real Decreto 217/2008).
- Transparencia: consentimientos y advertencias. Algunas entidades advierten de que su política de ejecución no se aplica en situaciones en las que se opera contra la cartera propia de la entidad cotizando un precio que el cliente acepta o no (contratación bilateral).

MIFID II aborda esta cuestión, aclarándola, en el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión¹, en sus considerandos 103 y 104 y en el artículo 64, apartado 4, en el sentido de considerar que la operativa por cuenta propia frente a clientes debe cumplir con las obligaciones sobre mejor ejecución. En particular, en el considerando 104 se señala que la entidad deberá «comprobar si el precio extrabursátil que se ofrece a un cliente es justo y se ajusta a la obligación de ejecución óptima».

Por otra parte, las entidades deben recoger en sus procedimientos la obligación de recabar del cliente el consentimiento previo y expreso para proceder a la ejecución de órdenes al margen de los mercados regulados y de los sistemas multilaterales de negociación, cuando según lo expresado en la política de mejor ejecución hubiera parte de los servicios de su operativa que se pudieran desarrollar fuera de esos centros. Este consentimiento se puede obtener de manera general o para cada operación en particular.

Por último, las entidades deben poder acreditar de manera suficiente que al cliente se le advierte de que, si hay una instrucción específica por su parte, podría no aplicarse la política de mejor ejecución. La norma establece esta obligación con carácter general y, en el caso de clientes minoristas, el artículo 78, apartado 2, letra c), del Real Decreto 217/2008 exige una advertencia clara y visible de que cualquier instrucción específica de un cliente puede impedir que la entidad adopte medidas incluidas en su política de ejecución para obtener el mejor resultado posible.

¹ 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 en los términos definidos a efectos de dicha Directiva.

3 Estructura de la negociación en BME y en sus principales competidores

Como se ha indicado, las principales plataformas que compiten con BME en la contratación de los valores admitidos a negociación en las bolsas españolas son BATS-Europe, Chi-X y Turquoise. En este apartado se describe brevemente cómo se estructura la negociación de renta variable sujeta a las reglas de mercado regulado o SMN contempladas en la MiFID I en estas plataformas.

3.1 Mercado continuo (BME)

BME concentra en el mercado continuo la contratación de los valores más líquidos admitidos a negociación en las cuatro bolsas españolas. La negociación se realiza a través de un único libro de órdenes, con difusión en tiempo real tanto de los precios de compra y venta de cada momento como de las negociaciones ejecutadas, y se estructura secuencialmente en tres fases: una subasta de apertura, en la que se determina el precio de inicio de la sesión; la contratación continua propiamente dicha (mercado abierto); y una subasta de cierre, en la que se determina el precio de cierre de la sesión. El mercado continuo también permite la comunicación de operaciones de gran volumen convenidas bilateralmente durante la sesión (mercado de bloques) o una vez finalizada esta (operaciones especiales). Todas estas modalidades se describen a continuación con un poco más de detalle:

- Subastas de apertura y cierre (libro de órdenes parcialmente visible): Se utilizan para fijar los precios de apertura y de cierre de los valores admitidos a negociación, respectivamente. La subasta de apertura se realiza entre las 8:30 y las 9:00 h y la de cierre, entre las 17:30 y las 17:35 h¹³. Durante la subasta, los miembros del mercado introducen órdenes en el sistema para determinar el precio de equilibrio al que ejecutarán las negociaciones. El libro de órdenes solo está parcialmente visible, mostrando el precio de equilibrio de la subasta, los volúmenes de compra y venta susceptibles de ser negociados a dicho precio y el número de órdenes asociadas a esos volúmenes.
- Mercado abierto (contratación continua al máximo nivel de transparencia): Ejecución continua de las órdenes que los operadores introducen en el libro entre las 9:00 y las 17:30 h, siguiendo el protocolo de ejecución basado en el binomio precio-hora de introducción. La negociación está sujeta a los máximos niveles de transparencia previa y posterior contemplados en la MiFID I para los mercados regulados.
- Bloques y operaciones especiales (sin pretransparencia): Como se ha indicado, estas modalidades permiten comunicar operaciones de gran volumen acordadas bilateralmente, sin que deban introducirse previamente las órdenes en el libro del mercado. Se trata, por tanto, de operaciones cuya contribución a la formación de precios se produce, en todo caso, una vez cerradas y

13 Para dificultar la manipulación de precios, tanto el cierre exacto de la subasta de apertura como el inicio y duración exactos de la subasta de cierre se fijan de forma aleatoria.

comunicadas. Aunque no estén sujetas a pretransparencia, se trata de operaciones de mercado regulado a todos los efectos, que deben comunicarse una vez cerradas bien en tiempo real (*real-time on-exchange reported*) bien con diferimiento de acuerdo con las condiciones contempladas en la normativa (*delayed on-exchange reported*).

Dentro de la contratación de bloques, que puede comunicarse durante la sesión de contratación abierta (entre las 9:00 y las 17:30 h), se pueden distinguir, a su vez, dos modalidades:

- Modalidad de bloques convenidos: Permite comunicar operaciones con una variación del ± 1 % sobre el punto medio de la horquilla entre la mejor posición de compra y la mejor posición de venta del libro de órdenes. El importe efectivo de la operación debe alcanzar un mínimo definido en función del volumen de efectivo medio diario negociado (EMDN) del valor para el año natural cerrado (véase cuadro 2).
- Modalidad de bloques parametrizados: Permite comunicar operaciones con una desviación del ± 15 % con respecto al precio estático del valor¹⁴ y con un volumen efectivo superior a 500.000 euros y al 5 % del efectivo medio diario contratado del valor en el último trimestre natural cerrado.

Respecto a las denominadas operaciones especiales, este segmento del mercado tiene un horario que va desde el cierre de la contratación general hasta las 20:00 h y permite la negociación de acciones con las contrapartidas fijadas de antemano. En función de su volumen efectivo y de su precio, se contemplan dos tipos de operaciones especiales:

- Operaciones especiales comunicadas: Permiten comunicar operaciones con un volumen efectivo superior a 300.000 euros y al 20 % del efectivo medio diario negociado en el último trimestre natural cerrado del valor correspondiente. El precio no debe diferir más del 5 % con respecto al precio de cierre y al precio medio ponderado.
- Operaciones especiales autorizadas: Son operaciones que debe aprobar la Comisión de Contratación y Supervisión del Mercado. Su volumen efectivo debe ser superior a 1.500.000 euros y al 40 % del efectivo medio diario negociado en el último trimestre natural cerrado para el valor del que se trate.

En cuanto a los tipos de órdenes admitidas en el mercado, se distinguen según el criterio de precio tres tipos: limitadas, de mercado y por lo mejor. Existe, asimismo, un tipo especial de orden, que es la denominada de volumen oculto, en la que solo resulta visible para el mercado aquella parte de la orden que se está negociando.

14 Precio fijado en la subasta de apertura de la sesión o en una subasta de volatilidad posterior.

3.2 BATS-Europe y Chi-X

Como ya se ha indicado, BATS-Europe y Chi-X cuentan con un mismo operador (el mayor de Europa, atendiendo a su cuota en la negociación de renta variable), funcionan como centros de negociación separados y, si bien iniciaron su actividad como SMN, en la actualidad son mercados regulados. Estos mercados dan acceso a la negociación de unos 4.500 valores de renta variable de 15 países europeos.

En ambas plataformas los valores pueden negociarse en dos libros de órdenes electrónicos diferenciados: uno sujeto a pretransparencia (*lit order book*) y otro sin ella (*dark order book*). El primero admite, no obstante, tanto órdenes visibles de diverso tipo¹⁵ como órdenes límite ocultas, que deben cumplir los criterios de la MiFID I para operaciones de gran tamaño (*large in scale trades*) cuando resulte pertinente y que reciben la menor prioridad temporal de ejecución en este libro. También admite órdenes cuya ejecución puede vincularse de diversas maneras a la horquilla definida por los mejores precios de oferta y demanda del valor en el mercado regulado de origen (*primary best bid and offer*, PBBO), conocidas como *peg orders*. Estas órdenes pueden ser tanto visibles como ocultas.

La negociación en el libro de órdenes *lit* incluye formalmente dos subastas, la de apertura (de 8:50 a 9:00 h, según la hora española) y la de cierre (de 17:30 a 17:35 h), pero los datos muestran que apenas se registra actividad en estas fases y que los operadores prefieren canalizar sus órdenes hacia las subastas del mercado regulado de referencia, en este caso las del mercado continuo de BME. El grueso de la negociación en este libro se realiza en la fase de mercado abierto, que está operativa entre las 9:00 y las 17:30 h (el mismo horario que el del mercado continuo).

El libro de órdenes *dark* está concebido específicamente para minimizar la información previa a la negociación de las órdenes que se introducen en él: solo se casan entre sí órdenes sujetas a un régimen de transparencia prenegociación reducido. En este libro únicamente se admiten *midpoint-PBBO peg orders*, esto es, órdenes que se ejecutan al precio medio de las mejores posiciones disponibles a la compra y a la venta en el mercado regulado más relevante para el valor.

Debe señalarse que BATS-Europe y Chi-X ofrecen la posibilidad de acceder con una única orden (*interbook order types*) a la negociación en ambos libros: *lit* y *dark*. Asimismo, junto con los dos libros de órdenes indicados, permiten negociar operaciones de gran tamaño en acciones europeas a través de una plataforma específica de BATS denominada LIS Block, sin revelar su indicación de interés en la operación al mercado. Las operaciones cerradas a través de esta plataforma se reportan en tiempo real como operaciones de mercado regulado al margen de los libros de órdenes.

15 Destacan, entre otros, diversos tipos de órdenes limitadas: las órdenes de mercado, cuya ejecución se realiza en un rango de precios del 1 % respecto a la mejor posición de compra o venta, según corresponda, obtenida a partir de los datos consolidados del mercado europeo y las denominadas *post only orders*, que están concebidas para la creación de mercado y no pueden restar liquidez.

3.3 Turquoise

Según señala en su página web¹⁶, este SMN permite la contratación de 4.300 valores europeos de 19 mercados europeos, incluido el español.

Al igual que BATS-Europe y Chi-X, Turquoise cuenta con dos libros de órdenes separados: el *lit* (Turquoise Interated Lit Book) y el *dark* (Turquoise Plato). En el primero se admiten —junto con diversos tipos de órdenes limitadas visibles para otros participantes— órdenes de volumen oculto, que pueden acogerse, en función del tamaño, a exenciones de pretransparencia. Asimismo, en el libro *dark* solo están disponibles *peg orders* ejecutables al precio medio de las mejores posiciones de oferta y demanda en el mercado regulado más relevante para el valor.

En este caso no se realizan subastas ni de apertura ni de cierre en el libro de órdenes *lit*, concentrándose la negociación exclusivamente en la sesión abierta de contratación continua, cuyo horario coincide, al igual que en BATS-Europe y Chi-X, con el del mercado continuo de BME.

4 Evolución reciente de las cuotas de contratación en valores admitidos a negociación en el mercado continuo de BME

La incidencia de las plataformas extranjeras en la contratación de valores españoles sujeta a las reglas de mercado o SMN contempladas en la MiFID I ha sido relativamente baja hasta hace poco tiempo. Como se advierte en el gráfico 1, solo empezó a situarse claramente por encima del 10 % a partir de 2013¹⁷, mientras que para los valores admitidos a negociación en el resto de los principales mercados regulados europeos ya era entonces mucho mayor. La evolución posterior, que puede seguirse en el cuadro 3, muestra un avance casi continuo de la cuota. En mayo de 2017, la negociación en BME suponía el 62,2 % del total, casi 35 puntos porcentuales menos que en 2012.

Como se verá más adelante, la cuota de BME se sitúa hoy en niveles parecidos a los de otros mercados regulados en cuanto a negociación en el mercado abierto del segmento *lit*, donde compite sobre todo con las plataformas del grupo BATS-Europe y con Turquoise. Asimismo, se ha reducido su cuota en el segmento *dark*, en este caso en beneficio casi exclusivo de la Bolsa de Londres, aunque sigue siendo todavía muy superior a la de otras grandes bolsas europeas, como la francesa o la alemana.

16 <http://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/turquoise>.

17 En 2012, esa cuota todavía osciló entre el 3 % y el 7 %.

Porcentaje sobre el total

%	BME	Chi-X	BATS-Europe	Turquoise	Bolsa de Londres	Otros
Dic-13	86,3	7,6	1,7	1,1	2,2	1,1
Dic-14	77,4	9,9	1,6	3,3	6,4	1,4
Dic-15	72,5	11,7	4,4	3,5	6,6	1,3
Ene-16	73,2	11,9	3,7	4,1	5,7	1,4
Mar-16	69,3	11,8	4,6	6,1	6,5	1,6
Jun-16	67,3	13,5	5,8	6,3	5,3	1,9
Sep-16	59,3	15,0	5,6	7,9	10,1	2,2
Dic-16	64,1	11,6	5,4	5,6	11,3	2,1
Ene-17	64,6	10,0	4,2	4,7	14,5	2,0
Mar-17	59,4	13,1	7,1	5,8	11,9	2,8
May-17	62,2	11,4	5,4	4,3	14,4	2,3

Fuente: Reuters y elaboración propia.

En el cuadro 3 se aprecia una notable reducción de la cuota de contratación de BME en 2016, más intensa entre marzo y septiembre, coincidiendo con la puesta en marcha de la primera fase de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores español. Las peculiaridades que mantenía hasta ese momento el sistema español se han señalado a menudo como una de las principales causas del retraso en la penetración de las plataformas extranjeras en la negociación de valores españoles, en comparación con otras grandes bolsas europeas. Los datos disponibles sugieren que la aproximación del sistema español a los estándares europeos ha facilitado la negociación en otros mercados regulados y SMN.

En 2010 se produjo ya un cambio importante en las características del sistema, con la modificación del Reglamento de Iberclear por la Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo¹⁸, que facilitó la operativa en valores españoles realizada al margen de los mercados oficiales. La modificación de su reglamento permitió a Iberclear liquidar directamente operaciones de valores sin necesidad de que la contratación se hubiese formalizado en las bolsas nacionales. Asimismo, habilitó a dicha sociedad de gestión para establecer enlaces operativos con otros depositarios centrales de valores. Estas medidas facilitaron, sin duda, el aumento de la actividad de contratación de valores españoles de otros centros de ejecución europeos.

La primera fase de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores, iniciada el 26 de abril de 2016, contiene también medidas de gran calado que favorecen la estandarización del sistema español en el marco europeo. En particular, supone el abandono de la liquidación basada en las denominadas «referencias de registro» (RR), a través de las cuales se asignaba un código identificativo del

18 Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo, por la que se aprueba la modificación del Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, aprobado por la Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo.

adquirente, de la causa de la transacción y de su fecha, y la adopción de un sistema de liquidación basado en saldos. Tras la desaparición de las RR, el sistema español de registro de valores se sigue articulando en dos niveles (sistema de doble escalón) y, para velar por la correcta llevanza de ambos, se ha creado una nueva herramienta —un sistema de información conocido como PTI (*post-trading interface*)— que registra los datos referentes a las operaciones, eventos y anotaciones que dan lugar a variaciones en los saldos de valores de cada titular.

El sistema fundado en las RR, que ha estado vigente desde 1992, facilitaba la trazabilidad de las operaciones y dotaba al sistema en su conjunto de una marcada solidez. Sin embargo, introducía una mayor complejidad para los inversores con perspectiva paneuropea en comparación con la liquidación por saldos, que constituye el estándar internacional. Los sistemas informáticos de los intermediarios financieros no residentes tenían que adaptar su diseño para tener en cuenta la especificidad del sistema español. Además, la gestión correcta del *back-office* exigía que el personal a cargo de esta tarea tuviera conocimientos específicos sobre el sistema español. Tras la puesta en marcha de la reforma, el mecanismo de liquidación español se homologa con los estándares de los países de nuestro entorno, reduce duplicidades y resulta más eficiente en términos de costes para la operativa con valores españoles.

La contratación de valores españoles en las plataformas competidoras de BME se centra, sobre todo, en los valores del Ibex 35, los más líquidos y los que concentran el mayor interés por parte de los inversores. Estos valores representan más del 95 % de la negociación total del mercado continuo en BME, porcentaje que se eleva a más del 99 % de la negociación en valores españoles en el resto de centros de ejecución europeos.

Utilizando datos de Reuters, en el resto del presente apartado se examina la evolución de las cuotas de negociación, considerando por separado los segmentos *lit* y *dark*. Asimismo, se revisará dicha evolución considerando no solo la negociación sujeta a reglas de mercado regulado o SMN, sino incluyendo también la negociación OTC reportada a estos centros de ejecución. En todos estos segmentos se compara la evolución de la cuota de BME con la de los principales mercados regulados en relación con los valores admitidos a negociación en cada uno de ellos.

4.1 Negociación *lit*

Como se ha indicado, las subastas de apertura y cierre no son relevantes en cuanto a volumen en los centros de ejecución que compiten con BME en la contratación de valores españoles. Así pues, la competencia en el segmento *lit* se centra en la contratación abierta en sesión, que se realiza con el mismo horario en todos los centros. Como se observa en el cuadro 4, la cuota de BME en este segmento se ha reducido casi 20 puntos desde diciembre de 2013, situándose en mayo de 2017 en el 54,6 %. Atendiendo a la evolución más reciente, se aprecia en 2016 un descenso de cierta intensidad hasta septiembre, que podría guardar relación con el inicio de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro. Aunque en el último trimestre del año recuperó un nivel similar al del cierre del año anterior, la cuota de BME volvió a descender en 2017, hasta alcanzar en mayo el nivel indicado.

Negociación *lit* de renta variable española (excluidas subastas de apertura y cierre en BME)

CUADRO 4

Porcentaje sobre el total

	BME	Chi-X	BATS-Europe	Turquoise	Bolsa de Milán	Otros
Dic-13	74,3	18,6	2,6	2,6	1,6	0,4
Dic-14	69,1	20,6	1,9	6,7	1,4	0,2
Dic-15	60,4	25,3	4,9	7,3	1,6	0,4
Ene-16	59,0	25,7	4,5	8,6	1,9	0,4
Mar-16	59,0	22,4	4,9	11,4	1,9	0,5
Jun-16	57,2	23,1	6,3	10,8	2,0	0,7
Sep-16	54,3	24,5	5,6	13,1	1,6	0,9
Dic-16	60,5	21,5	4,9	10,5	1,2	1,3
Ene-17	57,9	22,6	5,8	10,6	1,8	1,4
Mar-17	56,7	23,0	7,4	9,8	1,7	1,5
May-17	54,6	25,5	7,6	9,3	1,7	1,4

Fuente: Reuters y elaboración propia.

En el cuadro 5 se advierte que la cuota de BME en la negociación *lit* de valores españoles admitidos a negociación se sitúa actualmente en niveles no muy alejados de los que mantienen los operadores de los principales mercados regulados europeos en sus valores, con excepción del italiano. De hecho, la cuota de BME en mayo de 2017 era inferior a la de los mercados regulados en Francia y Alemania y ligeramente superior (menos de dos puntos porcentuales) a la de la Bolsa de Londres. Las bolsas italiana y portuguesa mantienen cuotas muy superiores a la española. Así pues, aunque el proceso de desconcentración de la negociación se ha iniciado más tarde, los datos sugieren que BME ha convergido ya hacia las cuotas de contratación en el segmento *lit* de los mercados regulados más importantes. Como se observa en el cuadro 5, estas cuotas se han mantenido relativamente estables durante los últimos años.

Negociación *lit* de renta variable en los mercados regulados europeos (excluidas las subastas de apertura y cierre)¹

CUADRO 5

Porcentaje sobre el total

	BME	Bolsa de Londres	Euronext-París	XETRA-Fráncfort	Bolsa de Milán	Euronext-Lisboa
Dic-13	74,3	48,2	58,3	63,3	78,7	76,8
Dic-14	69,1	49,0	56,5	58,0	76,7	70,6
Dic-15	60,4	46,5	56,1	54,6	69,0	65,0
Ene-16	59,0	45,6	55,2	55,0	69,7	66,7
Mar-16	59,0	45,3	54,0	54,2	72,5	65,9
Jun-16	57,2	45,8	55,7	52,3	72,3	62,1
Sep-16	54,3	45,9	54,0	54,2	73,2	58,4
Dic-16	60,5	49,6	57,3	59,3	79,4	61,0
Ene-17	57,9	51,5	54,9	58,9	77,7	64,0
Mar-17	56,7	53,1	54,2	58,2	73,9	63,5
May-17	54,6	52,7	57,4	58,1	71,1	67,1

Fuente: Reuters y elaboración propia.

1 Cuotas de negociación en valores admitidos a negociación en cada mercado regulado.

El cuadro 4 pone de manifiesto que la competencia en la contratación *lit* de los valores admitidos a negociación en BME se concentra en centros de ejecución autorizados en el Reino Unido. Chi-X es el operador con mayor cuota de mercado, por encima del 25 %. El porcentaje supera el 33 %, si se considera el grupo BATS-Europe en su conjunto. Asimismo, destaca la posición de Turquoise, con una cuota situada en torno al 9 %, pero que ha llegado a superar el 13 % en septiembre de 2016. La Bolsa de Londres mantiene una cuota reducida y la del resto de operadores puede considerarse marginal. El grupo BATS-Europe ostenta también una posición de liderazgo como operador en la negociación *lit* de renta variable, si se considera el mercado europeo en su conjunto, esto es, todos los valores admitidos a negociación en los mercados regulados europeos (un 25 % del total).

Negociación *lit* de renta variable española (incluidas las subastas de apertura y cierre en BME)

CUADRO 6

Porcentaje sobre el total

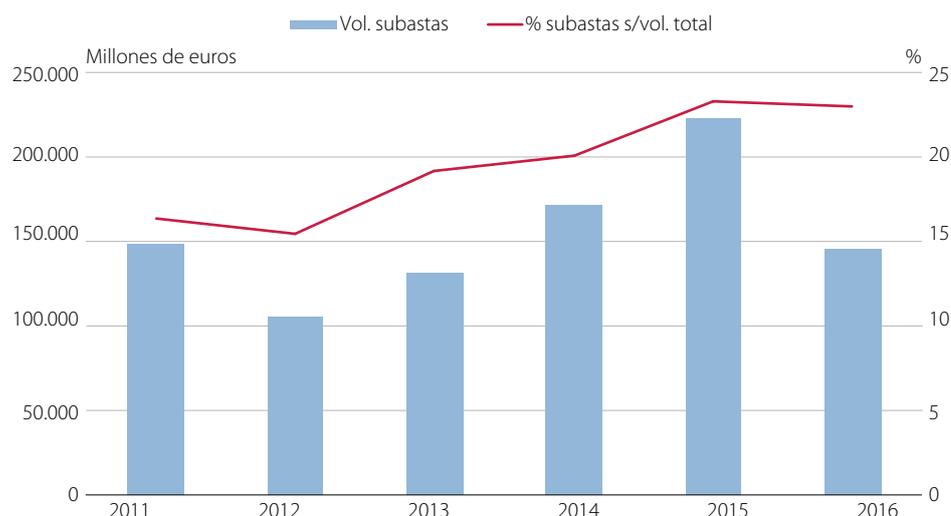
	BME	Chi-X	BATS-Europe	Turquoise	Bolsa de Londres	Otros
Dic-13	82,2	12,6	1,7	1,7	1,5	0,3
Dic-14	76,9	15,2	1,4	4,9	1,3	0,2
Dic-15	72,2	17,5	3,4	5,1	1,4	0,4
Ene-16	70,1	18,5	3,2	6,2	1,7	0,3
Mar-16	70,1	16,1	3,5	8,2	1,7	0,4
Jun-16	66,7	17,8	4,8	8,3	1,9	0,6
Sep-16	63,8	19,2	4,4	10,2	1,6	0,8
Dic-16	69,6	16,4	3,7	8,0	1,2	1,1
Ene-17	66,9	17,5	4,5	8,3	1,7	1,1
Mar-17	66,2	17,7	5,7	7,6	1,7	1,2
May-17	65,2	19,3	5,7	7,0	1,7	1,1

Fuente: Reuter y elaboración propia.

Si se incluye para BME el volumen negociado en sus subastas de apertura y cierre, su cuota en el segmento *lit* de mayo de 2017 aumenta cerca de 11 puntos porcentuales, hasta el 65,2 %. Este dato pone de manifiesto que estas subastas —sobre todo la de cierre, que es la más importante en cuanto a contratación— constituyen una de las principales fortalezas de BME en el marco competitivo actual, dado que en los centros competidores o no se llevan a cabo o no suponen un volumen de negociación relevante. El peso de las subastas en la contratación total del mercado continuo ha aumentado de modo significativo durante los últimos años, situándose en 2016 en torno al 23 % del total (véase gráfico 2).

Volumen negociado en las subastas de apertura y cierre de BME

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

4.2 Negociación *dark*

Como se advierte en el cuadro 7, también se ha producido durante los últimos años un fuerte desplazamiento de la negociación de bloques convenidos y operaciones especiales desde BME a otros centros de ejecución, sobre todo a la Bolsa de Londres. En efecto, la cuota de BME en el segmento de negociación *dark* se situaba en mayo de 2017 en el 60,9 %, lo que supone una reducción de 35 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2013. Atendiendo al comportamiento más reciente de la cuota, su descenso desde la puesta en marcha de la primera fase de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores ha sido más intenso que en el segmento *lit* (casi 16 puntos desde el primer trimestre de 2016), llegando a situarse en el primer trimestre de 2017 en el 54,4 %.

Negociación *dark* de renta variable española sujeta a reglas de mercado regulado y de SMN

CUADRO 7

Porcentaje sobre el total

	BME	Chi-X	BATS-Europe	Turquoise	Bolsa de Londres	Otros
Dic-13	95,9	0,0	0,9	0,0	3,2	0,0
Dic-14	83,9	0,0	0,8	0,0	15,3	0,0
Dic-15	79,3	0,0	4,4	0,0	16,3	0,0
Ene-16	84,5	0,0	2,8	0,0	12,7	0,0
Mar-16	76,6	0,0	5,2	0,0	18,2	0,0
Jun-16	78,8	0,0	6,7	0,0	14,5	0,0
Sep-16	57,6	0,0	7,5	0,0	34,9	0,0
Dic-16	61,3	0,0	7,5	0,0	31,1	0,0
Ene-17	67,1	0,0	3,2	0,0	29,7	0,0
Mar-17	54,4	0,0	9,4	0,0	36,1	0,0
May-17	60,9	0,2	6,6	0,0	32,3	0,0

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Reuters.

En comparación con otros mercados regulados, BME sigue manteniendo una proporción de la negociación *dark* muy superior a la de las bolsas francesa y alemana, que se sitúan en niveles reducidos (12,6 % la primera) o muy reducidos (4,1 % la segunda). En cambio, es inferior a las cuotas de las bolsas de Londres y Milán (véase cuadro 8).

Negociación *dark* de renta variable en los mercados regulados europeos¹ CUADRO 8

Porcentaje sobre el total

	BME	Bolsa de Londres	Euronext-París	Bolsas alemanas ²	Bolsa de Milán	Euronext-Lisboa
Dic-13	95,9	41,6	38,5	21,9	84,6	30,0
Dic-14	83,9	61,3	49,2	16,1	75,7	11,3
Dic-15	79,3	49,3	41,7	15,7	62,7	0,9
Ene-16	84,5	49,2	45,3	15,7	74,2	0,3
Mar-16	76,6	52,0	39,9	12,4	67,5	7,0
Jun-16	78,8	53,5	26,9	11,7	66,6	1,2
Sep-16	57,6	70,7	16,4	5,8	71,3	0,7
Dic-16	61,3	66,4	20,2	7,1	62,1	2,2
Ene-17	67,1	64,8	16,7	7,8	71,6	0,5
Mar-17	54,4	66,0	15,9	5,5	66,9	0,3
May-17	60,9	68,0	12,6	4,1	65,2	0,3

Fuente: Reuters y elaboración propia.

1 Cuotas de negociación en valores admitidos a negociación en cada mercado regulado.

2 Los datos de Alemania corresponden al total de la contratación en bloques agregada para todas las bolsas regionales alemanas.

En contraste con el segmento *lit*, la competencia en este segmento no se concentra en las plataformas de nuevo cuño (Grupo BATS-Europe y Turquoise), sino en otro mercado regulado, la Bolsa de Londres, que ha absorbido también la mayor parte de la contratación desplazada desde las bolsas alemana y francesa (representa entre el 70 y el 80 % de la negociación externa europea del segmento *dark* para valores admitidos en dichas bolsas).

La negociación de bloques y operaciones especiales supone una parte significativa de la negociación de los mercados regulados. Concretamente, en BME representa más de un tercio del total de la contratación¹⁹, por lo que es un segmento muy atractivo para las distintas plataformas que compiten por la captación de volumen. Este segmento se caracteriza por el elevado tamaño de las operaciones y la no aplicación de los requisitos de pretransparencia contemplados en la MiFID I, lo que lo convierte en particularmente atractivo para los inversores institucionales y, en general, para los gestores de cartera. La evolución reciente y el nivel actual de las cuotas de negociación de las bolsas francesas y alemanas sugieren que la bolsa española seguirá expuesta a una intensa competencia en este segmento.

19 En 2016, la contratación de bloques y operaciones especiales representó el 34,5 % del total de la contratación en BME.

4.3 Negociación total

Se considera, finalmente, la negociación total reportada por los distintos centros de ejecución, incluidas tanto la ejecutada de acuerdo con las reglas previstas en la MiFID I como la reportada como OTC. Muchos mercados regulados y SMN, además de su actividad en la negociación sujeta a reglas MiFID, gestionan sistemas destinados a facilitar la negociación y el reporte de las operaciones OTC, apartado en el que también compiten otros tipos de operadores (BOAT, UBS MTF, Posit, Liquidnet, SIGMA-X, Instinet Blockmatch, Smartpool, etc.).

La negociación OTC es un segmento de primer orden en cuanto a volumen en la contratación de la renta variable. De acuerdo con Reuters, este tipo de contratación representó en abril de 2017 el 40,7 % de la contratación total europea en estos instrumentos. Por países, en Alemania supuso el 47,1 %, en Francia el 45,5 %, en el Reino Unido el 41,7 %, en Portugal el 31,5 % y en Italia el 12 %. El porcentaje correspondiente a España fue el 30,4 %.

Como se aprecia en el cuadro 9, cuando se toma en consideración la negociación OTC, la cuota de BME se reduce significativamente en relación con la correspondiente a las operaciones sujetas a reglas de mercado regulado o SMN (véase cuadro 3). En concreto, la cuota de BME sobre la negociación total se situaba en mayo de 2017 en el 40,5 %, casi 22 puntos porcentuales menos que la relativa a operaciones sujetas a reglas MiFID. La diferencia entre ambas no solo es elevada en las fechas más recientes: en 2013 ya se aproximaba a los 27 puntos porcentuales.

El patrón que se observa en la evolución más reciente es similar al de la negociación sujeta a reglas MiFID, aunque con una caída algo más intensa entre el primer trimestre de 2016 y mayo de 2017, lo que sugiere un impacto algo mayor del inicio de la reforma en la liquidación de las operaciones OTC.

Negociación en valores españoles sujeta a las reglas de mercado regulado o de SMN más la reportada como OTC

CUADRO 9

Porcentaje sobre el total

	Bolsa de									
	BME	Chi-X	BATS-Europe	BATS-OTC	Turquoise	Londres	BOAT	Euronext	Otros	
Dic-13	59,5	5,3	1,2	12,6	0,7	11,6	6,8	1,0	1,2	
Dic-14	59,5	7,6	1,2	15,8	2,5	6,0	5,3	0,5	1,7	
Dic-15	49,9	8,1	3,0	18,6	2,4	6,5	7,5	1,9	2,1	
Ene-16	49,6	8,1	2,5	16,7	2,8	6,3	7,0	5,4	1,6	
Mar-16	48,4	8,3	3,2	18,4	4,3	5,8	4,7	5,5	1,6	
Jun-16	45,2	9,0	3,9	18,5	4,2	3,7	6,3	7,4	1,8	
Sep-16	44,1	11,2	4,2	17,9	5,9	7,5	2,4	4,6	2,3	
Dic-16	48,3	8,7	4,1	16,4	4,2	8,7	2,5	4,9	2,1	
Ene-17	47,8	7,4	3,1	14,8	3,5	11,2	5,0	4,8	2,4	
Mar-17	44,0	9,7	5,2	15,6	4,3	8,9	3,6	6,3	2,4	
May-17	40,5	7,4	3,5	18,5	2,8	9,5	9,0	6,7	2,0	

Fuente: Reuters y elaboración propia.

Las plataformas del grupo BATS se acercan en conjunto al 30 % de la negociación total en la renta variable española. Dentro de este grupo se incluye, junto con BATS-Europe y Chi-X, la plataforma especializada BATS-OTC, que suponía por sí sola el 18,5 % de la contratación total. Las siguen en importancia el grupo LSE (Bolsa de Londres y Turquoise), que concentra más del 12 %, y el operador BOAT Service, que pertenece al grupo sueco Cinnober, con el 9 %. También es un competidor importante Euronext París, cuyo peso relativo en la negociación de valores españoles sujeta a reglas de mercado regulado es poco significativo, pero que representa el 6,7 % de la negociación total, si se incluye el segmento OTC.

En el cuadro 10 se aprecia que, a pesar de haber experimentado un significativo descenso, la cuota de BME en la negociación total sigue siendo más elevada que en las principales bolsas europeas, a excepción de la bolsa italiana. Esta circunstancia, junto con el fuerte peso de la negociación OTC en la negociación total, sugiere que la competencia por la localización de la negociación de valores españoles seguirá siendo importante también en este segmento.

Negociación de renta variable en los mercados regulados europeos (negociación sujeta a las reglas de mercado regulado más la reportada como OTC)¹ CUADRO 10

Porcentaje sobre el total

	BME	Bolsa de Londres	Euronext-París	XETRA-Fráncfort	Bolsa de Milán	Euronext-Lisboa
Dic-13	59,5	34,2	40,7	38,6	68,0	56,9
Dic-14	59,5	33,6	39,4	35,7	68,6	45,4
Dic-15	49,9	34,3	34,8	34,0	57,4	40,7
Ene-16	49,6	32,6	39,8	32,6	59,0	43,0
Mar-16	48,4	31,4	39,6	30,9	59,9	52,6
Jun-16	45,2	32,1	38,5	30,8	56,4	38,2
Sep-16	44,1	33,6	37,9	32,3	57,7	39,5
Dic-16	48,3	36,6	41,2	33,7	62,3	38,5
Ene-17	47,8	41,0	39,3	32,5	62,6	42,2
Mar-17	44,0	38,7	39,2	31,5	60,1	42,1
May-17	40,5	38,1	35,6	21,0	55,7	32,7

Fuente: Reuters y elaboración propia.

1 Cuotas de negociación en valores admitidos a negociación en cada mercado regulado.

5 Factores que han favorecido el desplazamiento de la contratación

La competencia entre los centros de negociación europeos ha dado lugar a una progresiva fragmentación de la negociación. Entre los factores que podrían explicar la pérdida de cuota de mercado del mercado regulado español en favor de otros centros de ejecución se hallan los siguientes:

– La estructura de tarifas

Si bien no es sencillo establecer una comparativa entre las tarifas de los mercados regulados y las de las diferentes plataformas de negociación europeas, un análisis preliminar permite extraer las siguientes conclusiones generales:

- Las bolsas europeas tienen unas tarifas ligeramente superiores a las de las plataformas de negociación alternativas (Chi-X, BATS y Turquoise). Además, los precios aplicados en estos últimos varían según se trate de órdenes agresivas o pasivas, aplicándose a veces en este último caso una rebaja o descuento.
- Las tarifas de BME resultan superiores a las de sus principales competidores. Así, mientras que las de BME oscilan entre 0,3 y 2,4 puntos básicos, las de Chi-X lo hacen entre -0,24 y 0,30, las de BATS entre 0,0 y 0,30 y las de Turquoise entre -0,26 y 0,30. Asimismo, están por encima de las tarifas de la Bolsa de Londres (entre 0,20 y 0,45), la bolsa alemana (0,36-0,414) y Euronext (0,45-0,95). En el caso de BME, hay que incluir un componente fijo, que incrementa notablemente la tarifa.

El modelo de tarifas de BME presenta, en comparación con sus competidores, algunos inconvenientes, que han sido objeto de crítica por parte de la industria financiera. Entre ellos, cabe señalar los siguientes:

- El modelo es poco predecible: solo es posible conocer con certeza las comisiones cobradas una vez que la orden introducida en el sistema se ha ejecutado y se conoce el desglose de las ejecuciones a las que ha dado lugar. Esta falta de predictibilidad dificulta a los brókeres negociar con sus clientes unas comisiones que les permitan mantener un margen estable. Además, repercute en el cumplimiento del principio de mejor ejecución, debido a que las empresas de servicios de inversión han de tener en cuenta para comparar la contraprestación total (precio del instrumento financiero y costes en los que se incurre).
- El componente fijo de la estructura de tarifas, que no existe en otros mercados, encarece notablemente el coste total de las órdenes ejecutadas, sobre todo en el caso de los clientes minoristas.

– La utilización de los centros de ejecución como punto de acceso único a los diferentes mercados europeos

Los centros de ejecución que compiten hoy con más éxito con los mercados tradicionales en la negociación de renta variable se diseñaron para facilitar las operaciones de los inversores con un horizonte paneuropeo. La tecnología permite que los grandes inversores y los intermediarios puedan utilizar estos centros de ejecución como un punto de acceso único a los diferentes mercados regulados y SMN europeos. Esta posibilidad permite abaratar los costes asociados a la negociación y a la gestión del *back office*. Estas ventajas se ven incrementadas si el centro de ejecución está radicado en una plaza en la que el inversor o el intermediario puedan beneficiarse de economías de escala y de

aglomeraciones significativas asociadas al desarrollo de la industria financiera, como ocurre en Londres.

– **Mayor facilidad para contratar en segmentos menos transparentes**

Los gestores de cartera muestran una predilección creciente por la contratación en segmentos opacos o de transparencia reducida, especialmente cuando se trata de operaciones de tamaño considerable. Las plataformas de negociación, los internalizadores sistemáticos y las empresas de servicios de inversión que median o dan contrapartida en el mercado OTC han dado respuesta a esta demanda, facilitando un acceso relativamente simple a este tipo de negociación. Como se ha indicado, una parte sustancial de la contratación de valores españoles se realiza en otros países tanto en segmentos *dark* sujetos a las normas MiFID como, sobre todo, en el mercado OTC.

– **Otros factores**

Conviene resaltar que un porcentaje significativo de la negociación lo realizan grandes inversores institucionales, que contratan por un precio ya fijado de antemano con un bróker capaz de negociar con diferentes intermediarios financieros, que a su vez son miembros de distintas plataformas. En estos casos, las tarifas aplicadas por las distintas plataformas pueden no ser el único criterio determinante de la elección del centro de negociación, pudiendo existir también otro tipo de consideraciones como la rapidez de la ejecución, la posibilidad de negociar valores de diferentes países, etc.

6 Novedades de la nueva regulación europea (MiFID II y MiFIR)

6.1 Centros y sistemas de ejecución

El impacto de la reciente crisis financiera, junto con los nuevos desarrollos tecnológicos, ha llevado a los reguladores europeos a introducir una serie de cambios normativos con el objetivo de mejorar la protección del inversor, aumentar la transparencia en los mercados, reforzar la supervisión, adaptarse a los cambios tecnológicos e incrementar la estabilidad financiera. El resultado de todo ello es, como se ha indicado, un nuevo marco regulador de los mercados de instrumentos financieros en Europa, que se configurará en torno a la Directiva MiFID II y al Reglamento MiFIR, cuya aplicación se iniciará en enero de 2018.

La MiFID II tiene como objetivo reforzar la legislación europea vigente sobre mercados de valores por varias vías, entre las que destacan las siguientes:

- Busca atraer la negociación hacia entornos de contratación sujetos a reglas de negociación organizada y transparente, es decir, desde el ámbito OTC hacia los centros de negociación.
- Introduce reglas sobre la negociación algorítmica y de alta frecuencia.

- Persigue incrementar el nivel de transparencia en la formación de precios y en la negociación de operaciones, preservando al mismo tiempo las condiciones de competencia para reducir los costes, así como reforzar la protección de los inversores.

En el ámbito de la estructura de los mercados, la nueva regulación introduce cambios relevantes con respecto a los centros de negociación. Así, establece la figura de los sistemas organizados de contratación (SOC u OTE, por sus siglas en inglés), donde se podrán negociar instrumentos de renta fija y derivados, pero no acciones²⁰. Además, contempla la posibilidad de que la calificación de una empresa de servicios de inversión como internalizador sistemático devenga obligatoria en determinadas circunstancias, mientras que en la actual directiva es decisión de la entidad asumir o no tal condición.

Una de las novedades más relevantes es la exigencia de que todos los sistemas que den soporte a una actividad de negociación multilateral deban regirse conforme a las disposiciones aplicables a los centros de negociación. En consecuencia, el desarrollo de esta actividad requerirá la necesaria autorización del sistema como mercado regulado, sistema multilateral de negociación o sistema organizado de contratación, y solo podrá realizarse en esos centros de ejecución. Este enfoque más estricto sobre la negociación multilateral puede tener un impacto significativo en sistemas de negociación que actualmente se sitúan en el ámbito OTC y en los que pueden interactuar entre sí múltiples agentes como compradores o vendedores. De acuerdo con la nueva normativa, se presume que, en estos casos, el sistema es multilateral y que, por tanto, debe solicitar autorización para operar como mercado regulado, SMN o SOC.

De hecho, la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR restringen de manera importante la contratación OTC en renta variable, puesto que obligan a que la contratación de acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o negociadas en un centro de contratación tenga lugar en un mercado regulado, un SMN, un internalizador sistemático o un centro de negociación de un tercer país calificado como equivalente en términos de regulación, salvo que la operación sea no sistemática, *ad hoc*, irregular e infrecuente o que se formalice entre profesionales o contrapartes elegibles y no contribuya a la formación de precios.

La nueva regulación pretende reconducir en gran medida la contratación OTC hacia los internalizadores sistemáticos e incrementar la transparencia de la negociación que se realiza a través de estos intermediarios. Así, las empresas de servicios de inversión podrán seguir optando por someterse voluntariamente al régimen de obligaciones de los internalizadores sistemáticos pero, como se ha indicado, la autoridad competente también podrá exigirles que adopten tal condición en función del volumen y la frecuencia de las operaciones OTC por cuenta propia que lleven a cabo. Respecto al régimen de transparencia, se obligará a los internalizadores sistemáticos a hacer públicas sus cotizaciones en firme, tanto para las acciones como para otros instrumentos financieros, cuando exista un mercado líquido para estos valores.

20 Los SOC están concebidos como centros de ejecución para instrumentos distintos de las acciones en los que confluyen intereses de compra y venta de clientes, que podrán ser operados por un mercado regulado o por una empresa de servicios de inversión según reglas discrecionales.

Así pues, teniendo en cuenta todo lo anterior, es previsible que la actividad OTC en renta variable se reduzca de modo significativo y que muchos agentes que actualmente operan en ese ámbito pasen a hacerlo a través de internalizadores sistemáticos o de los segmentos *dark* de los mercados regulados y los SMN.

6.2 Régimen de transparencia

Ya se ha indicado que el marco regulador actual, definido por la Directiva MiFID I, solo fija reglas de transparencia en el ámbito de las acciones, dejando a las autoridades nacionales competentes la posibilidad de extenderlas a otros instrumentos financieros. Asimismo, se ha señalado que, dentro de la renta variable, los sistemas de negociación menos transparentes (segmentos *dark* de la negociación sujeta a reglas de mercado regulado o SMN y negociación OTC) han cobrado un peso relativo creciente en los volúmenes negociados.

El nuevo marco regulador refuerza, con carácter general, las obligaciones de pre y postransparencia. Por un lado, el ámbito de las obligaciones de transparencia se extiende para incluir las transacciones con instrumentos financieros distintos de las acciones. Por otro lado, en la renta variable, además de reforzar, como se ha indicado, la transparencia de la negociación a través de internalizadores sistemáticos, se establecen límites más restrictivos en la aplicación de las exenciones de pretransparencia para operaciones sujetas a reglas de mercado. Asimismo, el Reglamento MiFIR obligará a publicar las operaciones negociadas en el ámbito OTC y las empresas de servicios de inversión que negocien en dicho ámbito tendrán que cumplir esta obligación a través de los agentes de publicación autorizados.

En relación con los mercados de valores distintos de las acciones, las obligaciones de transparencia afectarán a bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y productos derivados. Las reglas de pretransparencia deberán calibrarse para los distintos sistemas de negociación, contemplándose un régimen de exenciones a estas reglas para tres modalidades: i) órdenes de elevado tamaño o en espera de publicación en sistemas de gestión de órdenes, ii) indicaciones de interés ejecutables en sistemas de cotización a petición o de negociación a viva voz a partir de un cierto volumen e iii) instrumentos que no tengan un mercado líquido. En cuanto a la transparencia posnegociación, se exige una comunicación tan pronto como sea posible tras cerrarse la operación, aunque las autoridades competentes pueden autorizar el diferimiento en determinados supuestos.

En el ámbito específico de la renta variable, la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR extienden el régimen de transparencia previsto para las acciones a otros instrumentos de renta variable, en particular a los fondos de inversión cotizados. Se mantiene un régimen de exenciones a las reglas de pretransparencia, que se articula en cuatro modalidades: i) exenciones para sistemas que casen órdenes a precios referenciados (*reference price trades*), ii) para sistemas que formalicen operaciones negociadas o preacordadas (*negotiated trades*), iii) para órdenes de elevado tamaño (*large in scale orders*) y iv) para órdenes a la espera de publicación introducidas a través de sistemas de gestión de órdenes (como las órdenes *iceberg* o de volumen oculto). Sin embargo, se contempla un uso más estricto que en la MiFID I para las

exenciones i) y ii). Así, las operaciones que se acojan a estas exenciones para un instrumento determinado no deberán superar un doble límite (*double volume cap*): para un centro de negociación, el 4 % del volumen negociado del instrumento en dicho centro y, a nivel agregado, el 8 % del volumen total negociado en el conjunto de los centros de ejecución. En cuanto a la postransparencia, el precio, el volumen y la hora de ejecución deben hacerse públicos tan pronto como sea posible una vez concluida la operación, aunque cabe la posibilidad de solicitar diferimiento atendiendo a criterios basados en la liquidez del valor, el importe de la operación y el momento en que se ha realizado esta.

Los requisitos de transparencia, cuyo objetivo primordial es promover la correcta formación de los precios, se complementan con medidas adicionales destinadas a facilitar el acceso de los inversores a la información que emana de los mismos en condiciones comerciales razonables. Todo ello tiene un interés de primer orden en mercados como los de renta fija y derivados, donde prima la negociación bilateral y suele resultar costoso para los inversores obtener información relevante sobre precios y volúmenes.

7 Conclusiones

La competencia entre los centros de ejecución europeos en el marco regulador de la MiFID ha dado lugar a una marcada fragmentación de la negociación en renta variable, antes concentrada de forma casi exclusiva en las bolsas tradicionales. Casi el 40 % de la negociación de renta variable europea sujeta a reglas de mercado regulado o SMN se realiza actualmente fuera del mercado regulado en el que los valores están admitidos a negociación. Este porcentaje se eleva por encima del 50 % en algunos países. La desconcentración ha ido acompañada de un peso creciente de la negociación a través de los sistemas de negociación menos transparentes, que incluyen tanto la contratación sujeta a las reglas de la MiFID realizada a través de los segmentos *dark* de los mercados regulados y los SMN como la negociación OTC.

Aunque de una manera más tardía que otras bolsas europeas, las españolas también se han visto significativamente afectadas por la deslocalización de la negociación, que ha repercutido sobre todo en los valores más líquidos del mercado continuo. La competencia de las plataformas extranjeras es intensa tanto en el segmento más transparente como en el mercado de bloques y operaciones convenidas o especiales. Así, en el primer caso, la cuota de BME en la contratación total en sesión abierta de valores españoles ha descendido desde 2013 cerca de 20 puntos porcentuales y actualmente se sitúa en torno al 55 %. Este porcentaje, que está en línea con el que se observa en los principales mercados regulados europeos, salvo en Italia, aumenta hasta el 65 % si se incluye el volumen negociado en las subastas de apertura y cierre de BME. Las subastas solo son significativas en términos de volumen en BME para los valores españoles, por lo que constituyen una de las principales fortalezas del mercado español frente a sus competidores, que en este caso son principalmente las grandes plataformas británicas de nuevo cuño (el grupo BATS-Europe y Turquoise).

Respecto a la contratación sujeta a las reglas de la MiFID en los segmentos *dark*, el descenso en la cuota del mercado continuo desde 2013 es todavía mayor: 35 puntos

porcentuales, hasta situarse en el 61 %. En este caso, la negociación ha migrado fundamentalmente a otro mercado regulado, la Bolsa de Londres, al igual que ha sucedido en las bolsas francesa y alemana, cuyas cuotas se sitúan en niveles mucho más reducidos. Si se considera la negociación total, incluidas tanto la sujeta a las reglas de la MiFID como la reportada como OTC, la cuota de BME también se ha reducido sustancialmente, hasta encontrarse en línea con la observada en las principales bolsas europeas. Así pues, los datos sugieren que la cuota de mercado de BME está convergiendo con la del resto de los grandes mercados regulados europeos. A juzgar por las cuotas que se observan en la bolsa francesa y alemana, el segmento posiblemente más expuesto a descensos adicionales es el de bloques y operaciones especiales o convenidas.

El retraso del impacto en España del fenómeno deslocalizador se asocia a menudo a las peculiaridades que ha mantenido hasta hace poco el sistema de compensación, liquidación y registro de valores en comparación con otros países, que suponían una desventaja en términos de coste para los inversores institucionales y los intermediarios con estrategias de inversión con horizonte paneuropeo. Desde finales de abril del pasado año, este sistema funciona en España de modo análogo al de otros mercados europeos, constatándose que, en efecto, se ha producido desde entonces una aceleración significativa en el descenso de las cuotas de BME, aunque los últimos datos indican que este efecto tiende a moderarse.

Más allá de la mayor facilidad que pueda suponer la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro para la operativa en las plataformas extranjeras, otros factores pueden influir en la localización de la negociación de la renta variable española. Entre ellos, las tarifas aplicadas por los centros de ejecución juegan sin duda un papel significativo. En este sentido, se advierten algunas posibles desventajas en el sistema de tarifas de BME, señaladas por la industria financiera.

Otros factores que tener en cuenta son también la facilidad para contratar a través de segmentos *dark* (ya se ha señalado la importancia que han adquirido estos segmentos durante los últimos años) y la facilidad para utilizar un centro de ejecución como punto de acceso único a los centros de ejecución europeos más relevantes. Las plataformas más agresivas en la captación de negociación prestan una especial atención a estas dos últimas características, sobre todo las británicas, incluida la Bolsa de Londres. Debe señalarse, no obstante, que estos centros de negociación se han beneficiado, por lo menos hasta ahora, de economías de aglomeración, alcance y escala asociadas a las características de Londres como centro financiero internacional, ventajas que son difíciles de replicar para sus competidores continentales.

El nuevo marco regulador de la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR puede comportar cambios importantes en la contratación de renta variable en Europa. Mientras que la MiFID I tenía como perspectiva principal la introducción de mayor competencia, la nueva regulación enfatiza el fomento de la transparencia, la protección del inversor y la estabilidad financiera. Su impacto podría ser especialmente relevante en la negociación sujeta a reglas de mercado en los segmentos *dark*, donde se introduce una mayor limitación en la aplicación de las exenciones del régimen de pretransparencia, así como en la negociación OTC, que se pretende reconducir hacia un entorno regulado, sobre todo hacia los internalizadores sistemáticos, a los que se exigirá, a su vez, mayores niveles de transparencia.

El futuro a medio plazo de los mercados regulados estará, por tanto, condicionado a la respuesta que den los diferentes operadores a los cambios introducidos por el nuevo marco regulador. Asimismo, será un condicionante de primer orden el proceso de negociación actualmente en marcha sobre el abandono de la Unión Europea por parte del Reino Unido. Dado que una parte sustancial de la renta variable europea se negocia en las plataformas radicadas en ese país, las condiciones que se establezcan para el *Brexit* pueden tener un impacto sustancial en la estructura de los mercados y de la negociación en Europa.

II Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al mes de abril de 2017 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **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 efectos desde el día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, el 5 de mayo de 2017.

- **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. Esta figura 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 CNMV 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 respecto de la regulación anterior versan fundamentalmente sobre:

- i) La extensión del ámbito de aplicación de la práctica de mercado a los sistemas multilaterales de negociación.
- ii) El establecimiento de un umbral asociado al promedio medio diario del volumen negociado, que podrá ejecutarse 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, apartado 1, párrafo 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).
- iii) La inclusión de un nivel máximo de recursos que podrán asignarse al contrato de liquidez.
- iv) La obligatoriedad de que el intermediario financiero que ejecuta la práctica de mercado sea un miembro del mercado.
- v) 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.
- vi) Las condiciones para la introducción o modificación de las órdenes en los periodos de subasta, referidas fundamentalmente al precio y volumen de dichas órdenes.
- vii) Las condiciones para la realización de operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas, formalizadas conforme a la legislación vigente, de modo que las mismas 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) 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*.
- ix) 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:

- i) 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 ni 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.

- ii) Por otra parte, se determina que la remuneración al intermediario financiero deberá ser fija, no vinculada a variables.
- iii) Asimismo, el contrato de liquidez debe incluir los mecanismos necesarios para evitar los posibles conflictos de interés entre el emisor y el intermediario financiero.
- iv) Expresamente se establece la prohibición de suscribir el contrato de liquidez con más de un intermediario financiero.
- v) Se incluye la exigencia al intermediario financiero de mantener, al menos cinco años, un registro de todas las órdenes introducidas, incluidas aquellas que fueron modificadas o canceladas, estableciendo dicho intermediario los procedimientos internos necesarios para la puesta a disposición de la CNMV de esa información.
- vi) Adicionalmente, se introducen nuevos requisitos en cuanto a los límites de los recursos asociados al contrato de liquidez, dependiendo de si las acciones objeto de este tienen o no un mercado líquido, conforme a lo dispuesto en el artículo 2, apartado 1, párrafo 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) del 25 % del promedio diario del volumen negociado por el intermediario financiero que operase exclusivamente, bien por el lado de las compras bien por el de las ventas, durante 20 sesiones bursátiles; o 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 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:

- i) El 15 % del promedio diario del volumen negociado en el mercado de órdenes en las 30 sesiones anteriores, cuando el contrato de liquidez lo haya suscrito un emisor cuyas acciones tengan un mercado líquido, de conformidad con el MiFIR.
- ii) El 25 % del promedio diario del volumen negociado en el mercado de órdenes en las 30 sesiones anteriores, cuando el contrato de liquidez lo haya suscrito un emisor cuyas acciones no tengan un mercado líquido, de conformidad con el 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 la de cierre, la circular establece como novedades:

- i) 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).
- ii) La imposibilidad de que el intermediario financiero mantenga órdenes de compra y venta de acciones con carácter simultáneo en cada momento.
- iii) La prohibición de introducir órdenes de mercado o por lo mejor.
- iv) 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:

- i) 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.
- ii) 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 su texto (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 ella.

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:

- i) Si las operaciones se han contratado a través de operativa de bloques o se han negociado bilateralmente.
- ii) El efectivo empleado y obtenido.
- iii) Los precios medios de compra y venta.
- iv) El número de operaciones realizadas.
- v) 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:

- i) 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.
- ii) Y 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 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 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 se publicó en el *Boletín Oficial del Estado* con fecha de 10 de mayo de 2017 y su entrada en vigor se producirá transcurridos dos meses desde dicha publicación.

- **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:

- i) 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.
- ii) 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 en el 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*, estableciéndose su entrada en vigor de forma inmediata.

- **Real Decreto 531/2017, de 26 de mayo**, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad; se modifica el Real Decreto 424/2016, de 11 de noviembre, por el que se establece

la estructura orgánica básica de los departamentos ministeriales; y se modifican los Estatutos de entidades del Departamento que tienen la condición de medio propio para adaptar su denominación a lo dispuesto en la Ley 40/2015, de 1 de octubre.

Este Real Decreto 531/2017 se publicó el pasado 27 de mayo de 2017 en el *Boletín Oficial del Estado*, estableciéndose su entrada en vigor de forma inmediata.

Normativa europea

- **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.
- **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). Esta corrección se publicó el 7 de marzo de 2017.
- **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). Esta corrección se publicó el 10 de marzo 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. Este reglamento se publicó el 10 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 10 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 10 de marzo de 2017.

- **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. Este reglamento se publicó el 10 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 10 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 17 de marzo de 2017.
- **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). Esta corrección se publicó 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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.

- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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 prenegociación y posnegociación y al nivel de desagregación de los datos. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.

- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.

- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo.

- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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., Este reglamento se publicó el 31 de marzo de 2017.
- **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. Esta directiva se publicó 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 (ESI), debiendo estas aplicarlo a todos los productos vendidos en 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) a las revisiones periódicas de los procesos implementados.
- En relación con la limitación en la percepción o 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 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) proporcionarle 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, moderación 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 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 proporcionan 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 sea directamente abonada por la ESI con cargo a sus recursos propios, sino a cambio de pagos detráidos 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.
- **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. Este reglamento se publicó el 29 de abril 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. Este reglamento se publicó 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. Este reglamento se publicó el 19 de mayo de 2017.
 - **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. Este reglamento se publicó el 20 de mayo de 2017.

- **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.

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 lograr la implicación a largo plazo de los accionistas y aumentar la transparencia entre las sociedades y los inversores. En este sentido, la Directiva hace suyos los principios y objetivos puestos de manifiesto en la comunicación, destacando como principales novedades, las siguientes:

- i) La inclusión de tres nuevos capítulos:
 - Capítulo I bis, en el que se establecen 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 establecen 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; así como 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.
- ii) 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 (UE) 2017/828 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 hasta el 10 de junio de 2019 como plazo máximo.

- **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. Esta corrección se publicó el 24 de mayo de 2017.

Otros

Plan de Actividades 2017 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 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 (p.ej. 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:

- i) De la adaptación de las SGIIC a los requisitos relativos a gobierno corporativo.
- ii) Del cumplimiento de diversos aspectos normativos relativos a procedimientos de estrés establecidos por las Gestoras.
- iii) Del cumplimiento de las obligaciones de los depositarios incluidas en la Circular 4/2016, 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 período 2017-2020; con la revisión de la Sección del Inversor de su web o, con la difusión de criterios para la aplicación de MiFID II y para la aplicación de los productos de inversión minorista empaquetados o PRIIP.

Junto con lo anterior, cabe poner de manifiesto, la intención de la CNMV de:

- Revisar la estructura y 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.

Otros

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 contratos financieros por diferencias (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 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 10 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.
- A los clientes se les informe sobre el coste que asumirían si decidiesen cerrar su posición nada más realizar la contratación y, en el caso de los CFD y los 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 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 el seguimiento 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 tendientes 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 mediante señales de alarma y técnicas frecuentes, especialmente a través de internet y las redes sociales, desconfiar de unas altas rentabilidades sin riesgo y de productos complejos, prestar especial atención a las comisiones y los gastos, asegurar la existencia del producto y, por supuesto, en caso de no recuperar el dinero, denunciar.

Dicha publicación va en la misma línea que la «Advertencia al público de entidades no registradas» emitida por la CNMV, cuya finalidad es la de prevenir 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.

III Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	49	50	45	19	13	18	16	9
Ampliaciones de capital	47	45	45	19	13	18	15	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	6	0	3	3	0	0	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	19	17	18	5	6	8	4	1
De las cuales dividendo elección	12	12	12	4	4	5	4	1
Ampliaciones de capital por conversión	9	6	8	3	2	5	1	1
De contrapartida no monetaria	3	3	3	0	1	1	3	2
Con derecho de suscripción preferente	5	12	11	5	2	1	3	1
Sin negociación de derechos de suscripción	18	16	11	4	2	4	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	6	2	2	0	0	2	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	143	111	81	23	14	23	27	10
Ampliaciones de capital	136	99	79	21	14	23	25	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	8	0	4	4	0	0	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	37	28	25	5	6	8	4	1
De las cuales dividendo elección	28	22	19	4	4	5	4	1
Ampliaciones de capital por conversión	29	23	17	3	2	7	1	1
De contrapartida no monetaria	5	3	4	0	2	1	3	3
Con derecho de suscripción preferente	5	15	11	5	2	1	12	1
Sin negociación de derechos de suscripción	52	30	18	4	2	6	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	12	2	2	0	0	2	1
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	32.759,2	37.065,5	20.251,7	9.247,2	1.953,7	4.154,3	8.723,5	10.094,3
Ampliaciones de capital	27.872,3	28.733,9	19.745,1	8.740,6	1.953,7	4.154,3	7.364,2	9.224,1
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.951,5	0,0	807,6	807,6	0,0	0,0	100,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	12.650,8	9.627,8	5.898,3	1.233,3	1.146,3	2.552,1	1.084,4	716,4
De las cuales dividendo elección	12.573,8	9.627,8	5.898,3	1.233,3	1.146,3	2.552,1	1.084,4	716,4
Ampliaciones de capital por conversión	3.645,6	1.868,7	2.343,9	229,3	386,7	76,3	0,1	23,6
De contrapartida no monetaria ³	2.811,3	365,2	1.791,7	0,0	238,2	1.502,6	58,0	8.122,6
Con derecho de suscripción preferente	2.790,8	7.932,6	6.513,3	5.534,0	174,8	4,6	6.010,2	11,7
Sin negociación de derechos de suscripción	3.022,2	8.939,7	2.390,2	936,3	7,7	18,6	111,5	349,8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4.886,9	8.331,6	506,6	506,6	0,0	0,0	1.359,3	870,2
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.768,5	4.253,4	4.206,1	2.029,0	338,5	522,6	731,5	318,0
Ampliaciones de capital	4.472,6	3.153,3	4.189,8	2.012,6	338,5	522,6	353,8	240,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	626,7	0,0	28,2	28,2	0,0	0,0	60,8	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.258,2	946,6	877,8	300,8	122,7	351,8	106,1	49,6
De las cuales dividendo elección	1.110,0	785,8	708,0	159,3	119,7	326,5	106,1	49,6
Ampliaciones de capital por conversión	784,3	89,6	648,0	9,7	46,0	21,5	0,0	17,2
De contrapartida no monetaria	311,0	146,6	248,9	0,0	94,8	146,7	17,6	70,8
Con derecho de suscripción preferente	1.185,7	1.190,7	1.403,0	1.173,0	72,6	0,9	89,3	11,7
Sin negociación de derechos de suscripción	306,7	779,8	983,9	500,9	2,4	1,7	80,0	91,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	295,9	1.100,2	16,3	16,3	0,0	0,0	377,7	77,7
Pro memoria: operaciones en el MAB⁴								
Número de emisores	9	16	15	3	8	7	2	4
Número de emisiones	15	18	21	4	8	7	2	4
Importe efectivo (millones de euros)	130,1	177,8	219,7	4,2	178,2	30,1	2,2	63,0
Ampliaciones de capital	130,1	177,8	219,7	4,2	178,2	30,1	2,2	63,0
De ellas, mediante OPS	5,0	21,6	9,7	0,0	7,3	2,4	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.

2 Datos disponibles: mayo de 2017.

3 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

4 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente: BME y elaboración propia.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	129	129	130	131	132	130	131	131
Sin Nuevo mercado	129	129	130	131	132	130	131	131
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	8	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	6	5	5	5	5	5	5	5
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	4	3	3	3	3	3	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	20	18	14	15	15	14	14	14
Madrid	9	8	5	6	6	5	5	5
Barcelona	12	10	8	9	9	8	8	8
Bilbao	7	6	5	5	5	5	5	5
Valencia	4	3	3	3	3	3	3	3
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.269	3.429	3.336	3.416	3.397	3.336	3.235	3.130
Latibex	26	21	20	20	20	20	20	20

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2017.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	735.317,8	766.335,7	779.123,8	675.765,0	727.943,2	779.123,8	869.728,4	920.055,8
Sin Nuevo mercado	735.317,8	766.335,7	779.123,8	675.765,0	727.943,2	779.123,8	869.728,4	920.055,8
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	132.861,1	141.695,3	151.043,2	127.150,3	134.605,9	151.043,2	168.755,6	173.083,0
Ibex 35	479.378,5	477.521,1	484.059,2	413.090,6	451.319,1	484.059,2	542.678,3	566.872,2
Segundo mercado	30,2	20,6	114,1	116,4	114,8	114,1	106,7	99,9
Madrid	15,8	20,6	72,0	74,1	72,5	72,0	74,1	62,3
Barcelona	14,4	0,0	42,1	42,3	42,3	42,1	32,6	37,6
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	2.466,6	1.040,3	1.291,6	1.562,4	1.418,3	1.291,6	1.371,4	1.401,6
Madrid	376,5	296,9	289,9	380,4	340,6	289,9	270,2	244,3
Barcelona	2.356,5	887,7	1.136,6	1.409,1	1.263,6	1.136,6	1.215,1	1.245,5
Bilbao	162,5	943,3	54,0	67,9	58,0	54,0	319,0	290,9
Valencia	326,4	150,0	349,2	350,1	325,3	349,2	55,4	55,4
Corros SICAV ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	34.306,0	37.258,5	38.580,8	35.480,3	38.154,1	38.580,8	39.711,8	39.815,4
Latibex	286.229,2	116.573,4	198.529,6	135.514,7	172.399,6	198.529,6	212.625,4	199.816,9

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2017.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

5 Solo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	864.443,5	938.396,7	635.797,8	187.774,1	117.753,5	136.322,8	155.700,1	130.115,5
Sin Nuevo mercado	864.443,5	938.396,7	635.797,8	187.774,1	117.753,5	136.322,8	155.700,1	130.115,5
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	14.508,9	12.417,7	6.018,0	1.550,9	1.539,1	1.632,3	2.535,0	1.449,6
Segundo mercado	0,7	13,8	3,1	0,4	2,4	0,3	0,1	0,4
Madrid	0,5	13,7	2,7	0,0	2,4	0,3	0,1	0,3
Barcelona	0,2	0,1	0,4	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	92,5	246,1	7,4	4,0	0,5	1,4	4,7	0,7
Madrid	32,6	19,4	3,2	1,2	0,1	0,5	1,6	0,1
Barcelona	45,2	219,1	4,2	2,7	0,4	0,8	3,1	0,6
Bilbao	14,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	7.723,3	6.441,7	5.055,1	1.053,5	1.021,7	1.845,9	1.396,0	833,0
Latibex	373,1	258,7	156,4	17,7	26,5	58,9	71,2	29,0

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

 2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	831.962,6	903.397,2	619.351,6	185.223,1	109.836,1	129.322,9	150.670,1	125.749,7
Órdenes	453.294,9	475.210,0	346.980,8	95.369,7	66.942,5	82.994,9	86.616,7	62.168,1
Aplicaciones	73.056,9	96.187,7	68.990,5	19.372,1	11.354,0	13.517,3	12.962,0	9.675,4
Bloques	305.610,8	331.999,5	203.380,2	70.481,3	31.539,5	32.810,8	51.091,4	53.906,2
Fuera de hora	7.568,8	3.137,9	1.996,2	122,1	260,6	995,9	500,8	307,9
Autorizadas	7.808,9	14.885,5	12.667,0	1.420,5	6.382,6	3.237,3	2.795,2	2.109,2
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	175,3	4.360,1	788,4	0,0	788,4	0,0	56,1	184,9
OPV	6.143,4	4.266,8	777,5	777,5	0,0	0,0	0,0	1.000,7
Toma de razón	410,9	203,6	37,3	0,0	37,3	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	6.954,1	5.964,2	5.408,3	1.158,4	82,4	2.104,6	943,5	277,3
Operaciones de cobertura	3.419,5	2.181,4	1.833,8	419,5	366,0	662,1	734,4	485,7

 1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: mayo de 2017.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	46	49	51	24	16	24	19	13
Cédulas hipotecarias	13	13	13	8	0	8	3	4
Cédulas territoriales	3	3	3	2	1	1	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	16	10	5	10	9	7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	13	16	20	4	5	8	6	2
Pagarés de empresa	18	16	14	3	4	3	4	1
De titulización	1	1	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	17	15	13	3	4	3	3	1
Otras emisiones de renta fija	0	0	1	0	1	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	662	415	399	110	68	124	115	57
Cédulas hipotecarias	27	34	41	16	0	11	3	5
Cédulas territoriales	3	6	4	2	1	1	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	578	318	277	80	51	81	93	46
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	35	40	61	9	11	28	15	4
Pagarés de empresa ²	18	16	15	3	4	3	4	1
De titulización	1	1	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	17	15	14	3	4	3	3	1
Otras emisiones de renta fija	0	0	1	0	1	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	130.258,4	136.607,3	139.026,1	29.252,0	13.528,8	55.523,5	25.418,1	13.445,3
Cédulas hipotecarias	23.838,0	31.375,0	31.642,5	10.199,5	0,0	11.500,0	2.250,0	4.700,0
Cédulas territoriales	1.853,3	10.400,0	7.250,0	2.750,0	2.500,0	2.000,0	0,0	350,0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.154,7	39.099,9	40.168,3	4.054,2	1.411,5	26.358,3	13.485,7	2.170,4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	750,0	53,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	29.008,0	28.369,6	35.504,9	4.655,5	4.186,2	9.625,0	6.525,0	1.680,0
Tramo nacional	26.972,1	25.147,2	32.228,7	4.589,0	3.865,2	8.541,0	5.463,4	1.210,0
Tramo internacional	2.035,9	3.222,4	3.276,2	66,5	321,0	1.084,0	1.061,6	470,0
Pagarés de empresa ³	33.654,4	27.309,6	22.960,4	7.592,8	3.931,2	6.040,2	3.157,4	4.545,0
De titulización	620,0	2.420,0	1.880,0	580,0	0,0	740,0	0,0	640,0
Resto de pagarés	33.034,4	24.889,6	21.080,4	7.012,8	3.931,2	5.300,2	3.157,4	3.905,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	1.500,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	7.999,3	5.452,2	4.278,7	130,0	733,4	1.435,3	1.519,5	930,0
Emisiones aseguradas	195,8	0,0	421,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

2 Programas registrados.

3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
Total	114.956,4	145.890,9	130.141,0	31.608,8	14.006,8	31.703,7	46.071,9	16.338,2
Pagarés	33.493,1	27.455,3	22.770,6	7.927,4	3.904,6	5.949,2	3.053,3	5.180,5
Bonos y obligaciones	25.712,5	47.616,4	31.723,0	3.830,5	1.307,8	2.153,3	36.668,6	1.852,7
Cédulas hipotecarias	24.438,0	31.375,0	31.392,5	12.999,5	0,0	11.250,0	2.500,0	4.600,0
Cédulas territoriales	1.853,3	10.400,0	7.250,0	2.750,0	2.500,0	2.000,0	0,0	350,0
Bonos de titulización	29.459,5	29.044,2	35.504,9	4.101,4	4.794,4	10.351,2	3.850,0	4.355,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	1.500,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: mayo de 2017.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.8

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	465	388	375	376	375	375	367	370
Renta fija privada	464	387	374	375	374	374	366	369
Pagarés	19	16	14	14	14	14	14	13
Bonos y obligaciones	79	64	52	57	53	52	50	49
Cédulas hipotecarias	49	44	43	43	43	43	43	43
Cédulas territoriales	9	9	9	9	9	9	6	7
Bonos de titulización	329	278	276	274	275	276	277	280
Participaciones preferentes	23	13	9	9	9	9	7	5
Bonos matador	9	7	6	7	7	6	6	6
Deuda Pública	1	1	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	3.345	2.723	2.637	2.710	2.649	2.637	2.517	2.499
Renta fija privada	3.192	2.531	2.433	2.503	2.441	2.433	2.313	2.296
Pagarés	1.130	392	351	355	342	351	278	278
Bonos y obligaciones	495	882	856	917	879	856	830	807
Cédulas hipotecarias	283	238	231	236	232	231	221	221
Cédulas territoriales	39	32	29	32	29	29	25	26
Bonos de titulización	1.188	966	948	944	940	948	948	953
Participaciones preferentes	47	16	12	12	12	12	5	5
Bonos matador	10	7	6	7	7	6	6	6
Deuda Pública	153	193	204	207	208	204	204	203
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	141	181	192	195	196	192	192	191
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	1.374.947,5	1.386.289,8	1.408.556,6	1.419.351,9	1.420.731,1	1.408.556,6	1.421.658,8	1.424.838,0
Renta fija privada	581.825,3	534.088,9	531.056,9	542.060,1	533.307,9	531.056,9	510.660,3	512.799,9
Pagarés	20.361,6	15.172,9	16.637,4	17.027,6	16.585,7	16.637,4	13.874,9	14.806,7
Bonos y obligaciones	74.076,5	74.082,2	85.477,8	87.204,9	86.706,2	85.477,8	82.925,6	82.639,7
Cédulas hipotecarias	208.314,2	194.072,7	180.677,5	187.479,6	183.627,5	180.677,5	173.111,7	175.811,7
Cédulas territoriales	24.671,3	27.586,3	29.387,3	29.086,3	27.887,3	29.387,3	25.612,3	25.962,3
Bonos de titulización	253.045,1	222.100,4	217.992,1	220.317,0	217.556,3	217.992,1	214.309,9	212.753,7
Participaciones preferentes	782,1	627,4	497,8	497,8	497,8	497,8	439,0	439,0
Bonos matador	574,4	447,1	386,9	447,1	447,1	386,9	386,9	386,9
Deuda Pública	793.122,3	852.200,9	877.499,6	877.291,7	887.423,2	877.499,6	910.998,4	912.038,1
Letras del Tesoro	77.926,1	82.435,4	81.037,1	80.542,9	79.032,7	81.037,1	80.187,7	77.166,4
Bonos y Obligaciones del Estado	715.196,2	769.765,5	796.462,5	796.748,8	808.390,6	796.462,5	830.810,8	834.871,7

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

2 Importes nominales.

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	1.118.963,7	521.853,7	169.658,2	39.810,3	33.320,6	39.147,1	31.697,1	17.099,1
Renta fija privada	1.118.719,6	521.590,4	169.534,0	39.774,7	33.301,2	39.107,5	31.668,4	17.076,9
Pagarés	48.817,3	31.346,2	20.684,3	5.972,1	5.578,0	4.859,7	3.805,9	1.412,9
Bonos y obligaciones	269.659,8	78.120,5	27.795,6	7.585,7	7.236,7	6.096,3	8.546,0	3.715,6
Cédulas hipotecarias	376.273,3	187.201,7	79.115,6	16.213,9	12.431,2	17.450,1	10.836,0	7.760,2
Cédulas territoriales	82.023,2	46.711,4	5.329,3	47,6	775,0	2.000,0	367,0	14,7
Bonos de titulización	341.827,8	177.844,1	36.554,9	9.952,0	7.276,0	8.668,8	8.095,4	4.173,0
Participaciones preferentes	97,7	295,5	43,1	0,5	4,3	24,4	7,5	0,6
Bonos matador	20,5	71,1	11,1	2,9	0,0	8,1	10,7	0,0
Deuda Pública	244,1	263,3	124,2	35,6	19,4	39,7	28,6	22,2
Letras del Tesoro	30,7	30,2	8,5	1,0	0,1	7,4	0,2	0,0
Bonos y Obligaciones del Estado	213,4	233,1	115,8	34,6	19,3	32,3	28,4	22,2
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	1.118.963,7	521.853,7	169.658,3	39.810,3	33.320,6	39.147,2	31.697,1	17.099,1
Simple	396.341,0	239.086,8	127.643,7	31.700,3	20.950,8	31.866,5	25.722,2	15.331,4
Repo	29.800,4	7.144,5	4.143,7	851,3	512,1	300,3	485,2	65,6
Simultánea	692.822,2	267.875,7	37.870,9	7.258,7	11.857,7	6.980,4	5.489,7	1.702,1

¹ Datos disponibles: mayo de 2017.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	262.527,8	193.694,8	117.373,0	27.509,1	19.621,9	29.512,0	21.523,7	13.507,2
Sociedades no financieras	30.843,4	22.747,1	7.119,3	1.540,5	1.276,7	684,5	732,3	300,7
Instituciones financieras	132.114,5	95.467,1	63.048,2	13.894,5	11.936,0	17.548,6	10.506,3	6.880,3
Entidades de crédito	87.475,6	74.196,0	46.583,9	9.642,9	8.279,3	14.222,1	7.618,2	4.474,3
IIC, seguros y fondos de pensiones	34.205,9	8.835,4	8.525,2	2.742,7	1.642,9	1.674,9	2.079,5	811,5
Otras entidades financieras	10.433,1	12.435,7	7.939,1	1.508,9	2.013,9	1.651,6	808,6	1.594,6
Administraciones públicas	5.067,3	10.414,4	4.969,7	1.694,4	1.062,7	911,8	1.488,3	666,9
Hogares e ISFLSH ²	2.861,8	1.575,2	1.076,0	279,8	206,4	237,6	182,4	41,0
Resto del mundo	91.640,7	63.491,1	41.159,9	10.100,0	5.140,1	10.129,6	8.614,3	5.618,4

¹ Datos disponibles: mayo de 2017.

² Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	28	20	17	19	19	17	17	17
Emisores privados	17	10	7	9	9	7	7	7
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	17	10	7	9	9	7	7	7
Administraciones públicas ²	11	10	10	10	10	10	10	10
Comunidades autónomas	3	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	165	103	75	91	86	75	72	70
Emisores privados	65	43	26	35	35	26	25	24
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	65	43	26	35	35	26	25	24
Administraciones públicas ²	100	60	49	56	51	49	47	46
Comunidades autónomas	56	25	23	25	24	23	23	24
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	16.800,4	11.702,2	10.203,4	11.554,2	11.268,5	10.203,4	11.572,7	11.689,9
Emisores privados	3.401,2	1.383,3	899,4	1.147,1	1.099,2	899,4	2.257,4	2.153,1
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	3.401,2	1.383,3	899,4	1.147,1	1.099,2	899,4	885,1	842,0
Administraciones públicas ²	13.399,2	10.319,0	9.304,0	10.407,1	10.169,3	9.304,0	9.315,3	9.536,8
Comunidades autónomas	12.227,2	9.320,2	8.347,6	9.411,7	9.211,7	8.347,6	8.347,6	8.572,6

1 Datos disponibles: mayo 2017

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.12

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	861,2	19,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	5.534,0	2.050,2	1.673,0	228,4	693,6	578,3	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	5.527,0	2.050,2	1.673,0	228,4	693,6	578,3	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda anotada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	42.677,2	22.169,0	3.103,5	225,1	897,3	454,7	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

**Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.
Contratación de deuda pública por modalidad**

CUADRO 1.13

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	103.044,0	101.555,0	165.472,0	53.039,0	38.752,0	42.450,0	46.843,0	18.728,0
Simples	103.044,0	101.555,0	165.472,0	53.039,0	38.752,0	42.450,0	46.843,0	18.728,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.14

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	5.347	8.012	360	87	43	0	0	0
Futuro sobre bono nacional ²	5.347	8.012	360	87	43	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	7.984.894	8.279.939	7.468.299	1.914.578	1.664.402	1.763.750	1.649.245	1.058.285
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.924.068	7.384.896	6.836.500	1.766.118	1.548.315	1.601.511	1.522.880	972.193
Futuro mini sobre Ibex 35	304.891	318.129	249.897	61.940	51.562	46.679	37.201	25.580
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	23.939	32.499	58.044	13.027	5.448	25.661	8.780	6.955
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	-	-	1.619	-	120	1.499	855	1.290
Opción call mini	483.471	325.479	169.871	38.567	31.200	48.763	35.945	23.070
Opción put mini	248.526	218.937	152.368	34.927	27.757	39.637	43.585	29.197
Sobre acciones ⁵	38.611.291	31.768.355	32.736.458	8.048.626	6.048.948	10.385.728	8.162.264	4.352.920
Futuros	12.740.105	10.054.830	9.467.294	2.670.353	1.446.623	2.038.002	2.841.669	1.164.448
Futuros sobre dividendos de acciones	236.151	291.688	367.785	137.565	8.596	109.396	62.500	81.250
Futuros sobre dividendos de acciones plus	-	1.152	760	0	180	560	0	120
Opción call	11.719.370	8.572.088	11.239.662	2.191.674	2.578.138	4.075.065	2.545.493	1.559.030
Opción put	13.915.665	12.848.597	11.660.957	3.049.034	2.015.411	4.162.705	2.717.852	1.548.072

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

2 Nominal del contrato: 100.000 euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

1.3.2 Warrants, contratos de compra/venta de opciones y ETF

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.15

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	3.644,2	3.479,1	2.688,6	588,2	615,9	722,2	461,0	250,1
Sobre acciones	1.770,9	1.807,3	1.438,2	373,7	272,0	361,2	280,7	153,3
Sobre índices	1.697,3	1.486,1	1.153,1	193,1	329,2	336,2	166,2	92,3
Otros ²	176,0	185,6	97,2	21,3	14,6	24,7	14,1	4,5
Número de emisiones	8.574	9.059	7.809	1.795	1.667	2.053	1.435	845
Número de emisores	6	8	5	5	5	5	6	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	5,0	650,0	50,0	100,0	500,0	305,0	404,5
Sobre acciones	0,0	5,0	650,0	50,0	100,0	500,0	300,0	400,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	4,5
Otros ²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	1	4	1	1	1	3	3
Número de emisores	0	1	1	1	1	2	2	2

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	817,7	1.095,9	460,8	159,8	161,4	139,6	139,6	67,0
Sobre acciones nacionales	379,8	303,6	155,4	46,0	52,4	57,0	57,0	28,0
Sobre acciones extranjeras	51,2	66,7	24,3	7,6	8,1	8,6	8,6	4,9
Sobre índices	364,3	692,0	273,2	103,8	97,8	71,6	71,6	33,0
Otros ²	22,4	33,6	8,0	2,4	3,2	2,4	2,4	1,1
Número de emisiones ³	7.612	7.530	6.296	2.708	2.257	2.457	1.817	1.817
Número de emisores ³	8	9	8	8	8	8	6	6
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1,7	1,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ³	2	2	2	2	2	2	1	0
Número de emisores ³	1	1	1	1	1	1	1	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	9.849,5	12.633,8	3.771,8	1.468,5	1.014,3	1.288,9	1.095,7	820,0
Número de fondos	70	58	33	58	32	33	21	21
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	436,1	436,1	349,3	325,3	336,0	349,3	393,4	-

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 Solo incluye el patrimonio de los ETF nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	38	39	40	41	42	40	40	40
Sucursales	21	25	27	23	27	27	27	23
Representantes	6.116	5.819	5.761	5.748	5.740	5.761	5.751	5.748
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	37	39	41	37	40	41	46	46
Sucursales	19	21	22	23	22	22	22	23
Representantes	466	468	492	485	482	492	454	469
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	5	3	2	2	2	2	2	1
Sucursales	5	9	8	8	8	8	0	0
Representantes	1	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	143	154	160	162	163	160	161	163
Sucursales	11	12	15	12	12	12	12	15
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	137	134	126	133	131	126	125	125

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	3.100	3.176	3.310	3.266	3.289	3.310	3.345	3.367
Empresas de servicios de inversión	2.639	2.716	2.843	2.797	2.825	2.843	2.880	2.905
Comunitarias	2.637	2.713	2.840	2.794	2.822	2.840	2.877	2.902
Con sucursal	39	42	46	45	46	46	49	49
En libre prestación de servicios	2.598	2.671	2.794	2.749	2.776	2.794	2.828	2.853
Extracomunitarias	2	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ²	461	460	467	469	464	467	465	462
Comunitarias	452	451	460	461	457	460	459	456
Con sucursal	54	53	55	54	53	55	55	55
En libre prestación de servicios	398	398	405	407	404	405	404	401
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	9	9	7	8	7	7	6	6
Con sucursal	6	6	5	5	5	5	4	4
En libre prestación de servicios	3	3	2	3	2	2	2	2

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
RENTA FIJA								
Total	9.264.859,8	5.365.817,5	4.625.411,6	1.234.449,1	1.273.116,1	1.124.102,8	993.743,7	1.135.283,7
Sociedades de valores	4.989.059,9	3.774.816,4	3.171.599,2	805.643,4	892.819,1	762.082,2	711.054,6	728.709,2
Mercados organizados nacionales	2.372.515,0	1.909.130,4	1.350.483,4	369.646,2	374.752,4	336.786,1	269.298,8	305.662,1
Otros mercados nacionales	2.388.868,8	1.689.702,4	1.570.540,0	364.162,5	451.729,7	375.674,4	378.973,4	340.438,6
Mercados extranjeros	227.676,1	175.983,6	250.575,8	71.834,7	66.337,0	49.621,7	62.782,4	82.608,5
Agencias de valores	4.275.799,9	1.591.001,1	1.453.812,4	428.805,7	380.297,0	362.020,6	282.689,1	406.574,5
Mercados organizados nacionales	89.472,6	14.160,0	25.247,8	14.338,1	6.844,3	3.039,3	1.026,1	1.611,4
Otros mercados nacionales	3.955.091,6	1.402.106,3	1.222.925,7	353.710,7	308.895,1	320.816,5	239.503,4	343.082,9
Mercados extranjeros	231.235,7	174.734,8	205.638,9	60.756,9	64.557,6	38.164,8	42.159,6	61.880,2
RENTA VARIABLE								
Total	940.623,2	1.020.289,5	798.564,7	210.419,3	205.836,0	167.119,5	215.189,9	179.859,0
Sociedades de valores	875.037,7	914.649,2	636.727,0	194.853,2	174.181,3	117.048,1	150.644,4	166.798,5
Mercados organizados nacionales	814.349,4	855.883,2	583.283,9	180.804,3	159.663,1	105.234,4	137.582,1	153.257,5
Otros mercados nacionales	2.828,5	3.327,8	2.313,1	637,2	585,6	373,5	716,8	755,3
Mercados extranjeros	57.859,8	55.438,2	51.130,0	13.411,7	13.932,6	11.440,2	12.345,5	12.785,7
Agencias de valores	65.585,5	105.640,3	161.837,7	15.566,1	31.654,7	50.071,4	64.545,5	13.060,5
Mercados organizados nacionales	16.726,7	14.207,3	11.090,1	3.001,3	2.227,3	3.778,5	2.083,0	1.615,2
Otros mercados nacionales	14.009,1	13.769,0	8.902,9	846,9	1.632,6	2.431,0	3.992,4	1.085,8
Mercados extranjeros	34.849,7	77.664,0	141.844,7	11.717,9	27.794,8	43.861,9	58.470,1	10.359,5

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
Total	10.095.572,3	12.104.474,3	10.985.305,6	3.087.332,5	2.849.764,2	2.347.754,9	2.700.454,0	2.662.706,3
Sociedades de valores	9.918.555,0	11.958.716,2	10.698.379,2	3.025.120,2	2.756.706,2	2.271.808,1	2.644.744,7	2.617.322,1
Mercados organizados nacionales	4.625.999,8	6.215.223,3	4.842.990,7	1.474.859,7	1.244.231,7	1.026.111,9	1.097.787,4	1.114.489,2
Mercados organizados extranjeros	4.913.770,3	5.386.722,4	5.204.785,7	1.360.289,3	1.342.718,7	1.109.120,9	1.392.656,8	1.358.134,8
Mercados no organizados	378.784,9	356.770,5	650.602,8	189.971,2	169.755,8	136.575,3	154.300,5	144.698,1
Agencias de valores	177.017,3	145.758,1	286.926,4	62.212,3	93.058,0	75.946,8	55.709,3	45.384,2
Mercados organizados nacionales	6.881,8	7.510,9	20.935,4	5.151,0	6.112,1	5.370,4	4.301,9	3.859,8
Mercados organizados extranjeros	37.016,8	27.846,8	59.427,1	12.857,3	14.621,2	15.957,8	15.990,8	9.697,5
Mercados no organizados	133.118,7	110.400,4	206.563,9	44.204,0	72.324,7	54.618,6	35.416,6	31.826,9

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	13.483	13.713	15.818	11.539	11.779	12.202	15.818	12.774
Sociedades de valores. Total	4.741	5.711	5.743	5.740	5.752	5.939	5.743	5.518
IIC ³	63	60	26	38	37	33	26	20
Otras ⁴	4.678	5.651	5.717	5.702	5.715	5.906	5.717	5.498
Agencias de valores. Total	4.484	5.681	6.512	5.799	6.027	6.263	6.512	7.256
IIC ³	63	95	98	89	95	96	98	95
Otras ⁴	4.421	5.586	6.414	5.710	5.932	6.167	6.414	7.161
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	4.258	2.321	3.563	-	-	-	3.563	-
IIC ³	5	1	1	-	-	-	1	-
Otras ⁴	4.253	2.320	3.562	-	-	-	3.562	-
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	11.661.203	9.201.678	13.298.318	8.343.822	7.593.204	7.866.400	13.298.318	37.109.106
Sociedades de valores. Total	4.905.630	5.406.804	5.534.052	6.018.420	5.301.602	5.513.589	5.534.052	34.351.526
IIC ³	1.371.924	1.546.293	818.442	1.139.393	1.078.702	1.070.345	818.442	803.264
Otras ⁴	3.533.706	3.860.511	4.715.610	4.879.027	4.222.900	4.443.244	4.715.610	33.548.262
Agencias de valores. Total	1.935.646	2.565.132	2.557.207	2.325.402	2.291.602	2.352.811	2.557.207	2.757.580
IIC ³	846.244	1.448.260	1.424.582	1.232.516	1.221.232	1.283.213	1.424.582	1.524.139
Otras ⁴	1.089.403	1.116.872	1.132.625	1.092.886	1.070.370	1.069.598	1.132.625	1.233.441
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	4.819.927	1.229.742	5.207.059	-	-	-	5.207.059	-
IIC ³	118.847	15.729	15.916	-	-	-	15.916	-
Otras ⁴	4.701.080	1.214.013	5.191.143	-	-	-	5.191.143	-

1 Datos a final de periodo.

2 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

3 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes; así como la gestión de IIC no residentes.

4 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Asesoramiento financiero. Número de contratos^{1,2}

CUADRO 2.6

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAFI) ³	12.761	14.569	17.856	13.015	13.587	14.319	17.856	16.929
Sociedades de valores. Total ⁴	3.437	1.183	1.193	1.192	1.160	1.198	1.193	1.289
Clientes minoristas	3.409	1.159	1.182	1.164	1.130	1.161	1.182	1.281
Clientes profesionales	11	11	3	15	15	22	3	1
Agencias de valores. Total ⁴	7.511	11.456	14.358	11.823	12.427	13.121	14.358	15.640
Clientes minoristas	7.322	11.247	14.170	11.639	12.269	12.946	14.170	15.461
Clientes profesionales	169	176	154	148	124	147	154	144
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total ⁴	1.813	1.930	2.305	-	-	-	2.305	-
Clientes minoristas	1.805	1.928	2.303	-	-	-	2.303	-
Clientes profesionales	8	2	2	-	-	-	2	-
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁵ (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAFI) ³	18.747	10.937	11.515	2.323	4.637	7.772	11.515	2.935
Sociedades de valores	10.638	2.930	2.547	647	1.266	1.909	2.547	645
Agencias de valores	7.260	7.636	8.614	1.676	3.371	5.863	8.614	2.290
Sociedades gestoras de cartera ³	849	371	354	-	-	-	354	-

1 Datos a final de periodo.

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de final de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

4 Los totales incluyen clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

5 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	74.177	55.570	53.930	38.447	49.275	53.930	37.612	47.833
II. Comisiones netas	445.317	422.542	373.552	191.507	280.710	373.552	98.284	127.976
Comisiones percibidas	633.263	614.705	538.586	278.225	407.854	538.586	136.196	178.538
Tramitación y ejecución de órdenes	342.462	322.857	245.700	128.808	184.438	245.700	60.936	77.602
Colocación y aseguramiento de emisiones	21.414	11.556	5.955	3.346	5.198	5.955	2.787	5.672
Depósito y anotación de valores	22.347	24.358	47.843	23.559	34.873	47.843	9.847	12.255
Gestión de carteras	21.046	22.541	23.738	10.674	16.933	23.738	12.726	16.906
Diseño y asesoramiento	19.502	13.575	14.648	7.580	10.554	14.648	2.727	4.348
Búsqueda y colocación de paquetes	4.367	1.497	2.155	1.385	1.641	2.155	322	292
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	62.948	73.889	75.505	36.698	55.758	75.505	19.625	26.425
Otras	139.177	144.432	123.042	66.174	98.459	123.042	27.226	35.037
Comisiones satisfechas	187.946	192.163	165.034	86.718	127.144	165.034	37.912	50.562
III. Resultado de inversiones financieras	222.077	215.861	104.292	90.667	84.290	104.292	11.961	13.404
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-96.425	-128.200	-1.177	-32.389	-19.553	-1.177	10.654	12.401
V. Margen bruto	645.146	565.773	530.597	288.232	394.722	530.597	158.511	201.614
VI. Resultado de explotación	265.509	186.771	169.499	101.954	120.083	169.499	67.505	73.182
VII. Resultado de actividades continuadas	192.467	141.291	140.521	101.475	117.959	140.521	62.058	69.816
VIII. Resultado neto del ejercicio	192.467	141.291	140.521	101.475	117.959	140.521	62.058	69.816

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: abril de 2017.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
TOTAL								
Total	200.010	137.327	152.893	32.932	93.809	108.543	152.893	60.430
Activos monetarios y deuda pública	12.342	9.327	8.332	2.397	4.802	6.422	8.332	1.072
Otros valores de renta fija	31.631	24.795	35.415	9.674	18.170	25.572	35.415	9.484
Cartera interior	23.038	8.990	19.863	5.155	8.977	13.764	19.863	6.004
Cartera exterior	8.593	15.805	15.552	4.519	9.193	11.808	15.552	3.480
Renta variable	800.035	112.943	135.587	-116.403	4.852	133.877	135.587	21.940
Cartera interior	112.635	18.141	14.010	-598	8.781	10.238	14.010	5.131
Cartera exterior	687.400	94.802	121.577	-115.805	-3.929	123.639	121.577	16.809
Derivados	-565.800	109.668	-52.325	131.289	72.260	-56.862	-52.325	-19.817
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	345	-248	-471	-99	-244	-361	-471	-140
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.205	1.605	-1.030	-571	-1.660	-1.824	-1.030	171
Diferencias de cambio netas	-110.807	-142.545	-29.730	-2.440	-40.352	-29.944	-29.730	3.562
Otros productos y cargas de explotación	14.384	14.344	28.555	6.232	7.964	10.390	28.555	7.091
Otras operaciones	16.675	7.438	28.560	2.853	28.017	21.273	28.560	37.067
MARGEN DE INTERESES								
Total	74.177	55.570	53.930	7.216	38.446	49.273	53.930	37.613
Activos monetarios y deuda pública	2.123	2.156	1.708	389	817	1.276	1.708	289
Otros valores de renta fija	3.371	2.731	1.742	580	974	1.271	1.742	337
Cartera interior	2.147	1.534	809	320	509	550	809	137
Cartera exterior	1.224	1.197	933	260	465	721	933	200
Renta variable	63.460	43.826	24.619	8.213	13.998	23.146	24.619	454
Cartera interior	28.679	3.622	3.298	102	1.756	2.397	3.298	39
Cartera exterior	34.781	40.204	21.321	8.111	12.242	20.749	21.321	415
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	345	-248	-471	-99	-244	-361	-471	-140
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.205	1.605	-1.030	-571	-1.660	-1.824	-1.030	171
Otras operaciones	3.673	5.500	27.362	-1.296	24.561	25.765	27.362	36.502
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	222.077	215.861	104.291	21.838	90.668	84.287	104.291	11.961
Activos monetarios y deuda pública	10.219	7.171	6.624	2.008	3.985	5.146	6.624	783
Otros valores de renta fija	28.260	22.064	33.673	9.094	17.196	24.301	33.673	9.147
Cartera interior	20.891	7.456	19.054	4.835	8.468	13.214	19.054	5.867
Cartera exterior	7.369	14.608	14.619	4.259	8.728	11.087	14.619	3.280
Renta variable	736.575	69.117	110.968	-124.616	-9.146	110.731	110.968	21.486
Cartera interior	83.956	14.519	10.712	-700	7.025	7.841	10.712	5.092
Cartera exterior	652.619	54.598	100.256	-123.916	-16.171	102.890	100.256	16.394
Derivados	-565.800	109.668	-52.325	131.289	72.260	-56.862	-52.325	-19.817
Otras operaciones	12.823	7.841	5.351	4.063	6.373	971	5.351	362
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-96.244	-134.104	-5.328	3.878	-35.305	-25.017	-5.328	10.856
Diferencias de cambio netas	-110.807	-142.545	-29.730	-2.440	-40.352	-29.944	-29.730	3.562
Otros productos y cargas de explotación	14.384	14.344	28.555	6.232	7.964	10.390	28.555	7.091
Otras operaciones	179	-5.903	-4.153	86	-2.917	-5.463	-4.153	203

¹ Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	1.119	884	903	392	614	903	157	204
II. Comisiones netas	120.634	113.904	108.111	51.128	78.389	108.111	27.149	36.090
Comisiones percibidas	147.137	135.320	129.682	61.487	94.142	129.682	32.971	43.619
Tramitación y ejecución de órdenes	41.745	31.845	24.181	13.647	18.617	24.181	5.666	7.257
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.129	3.829	3.193	520	1.692	3.193	1.510	1.750
Depósito y anotación de valores	567	521	603	296	449	603	111	168
Gestión de carteras	15.062	10.711	11.054	5.258	8.188	11.054	2.991	3.827
Diseño y asesoramiento	7.576	7.856	8.980	3.595	6.140	8.980	2.347	3.034
Búsqueda y colocación de paquetes	0	216	40	40	40	40	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	46.565	53.169	50.504	24.561	37.047	50.504	12.424	16.572
Otras	27.493	27.173	31.128	13.571	21.970	31.128	7.921	11.010
Comisiones satisfechas	26.503	21.416	21.571	10.359	15.753	21.571	5.822	7.529
III. Resultado de inversiones financieras	775	592	245	-133	176	245	258	296
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.102	1.197	-1.030	-749	-1.067	-1.030	-267	-516
V. Margen bruto	123.626	116.577	108.229	50.638	78.112	108.229	27.297	36.074
VI. Resultado de explotación	24.366	22.148	10.140	4.558	9.582	10.140	4.475	4.213
VII. Resultado de actividades continuadas	19.922	17.266	6.982	3.675	8.178	6.982	3.820	3.839
VIII. Resultado neto del ejercicio	19.922	17.266	6.982	3.675	8.178	6.982	3.820	3.839

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: abril de 2017.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera^{1, 2}

CUADRO 2.10

Miles de euros	2012	2013	2014	2015	2016
I. Margen de intereses	733	667	574	399	83
II. Comisiones netas	7.879	9.362	11.104	8.526	6.617
Comisiones percibidas	17.887	18.603	15.411	13.064	6.617
Gestión de carteras	16.307	17.028	13.572	11.150	4.228
Diseño y asesoramiento	1.579	1.575	849	371	354
Otras	0	0	990	1.544	2.035
Comisiones satisfechas	10.008	9.241	4.307	4.538	0
III. Resultado de inversiones financieras	4	9	-6	-28	-1
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1	-32	-237	-234	-126
V. Margen bruto	8.615	10.006	11.435	8.663	6.573
VI. Resultado de explotación	1.406	3.554	5.860	3.331	3.172
VII. Resultado de actividades continuadas	1.411	3.563	5.860	3.331	3.172
VIII. Resultado neto del ejercicio	953	2.472	4.135	2.335	2.222

1 Importes acumulados desde el inicio del año. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Solo se muestra la información recogida en los estados públicos de las sociedades gestoras de cartera (SGC) con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
TOTAL³								
Ratio de capital total ⁴	40,27	44,36	43,87	40,58	40,12	47,15	43,87	32,68
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.056.285	1.109.837	956.055	1.080.658	1.124.389	1.156.546	956.055	958.553
% exceso ⁵	403,43	454,50	448,43	407,25	401,44	489,33	448,43	308,53
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	16	14	15	16	12	13	15	16
> 100-≤ 300 %	24	22	26	21	25	24	26	26
> 300-≤ 500 %	12	13	11	13	15	14	11	11
> 500 %	21	21	19	17	16	20	19	18
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ⁴	40,84	46,13	45,71	41,84	41,28	49,25	45,71	33,20
Exceso de recursos propios (miles de euros)	981.613	1.055.636	902.562	1.033.495	1.077.548	1.110.524	902.562	908.889
% exceso ⁵	410,56	476,59	471,38	422,94	415,94	515,62	471,38	314,95
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	5	4	8	8	5	6	8	8
> 100-≤ 300 %	14	12	12	9	12	11	12	14
> 300-≤ 500 %	6	8	6	9	11	10	6	6
> 500 %	14	14	14	12	12	15	14	12
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ⁴	24,30	25,58	26,24	25,97	25,82	25,55	26,24	25,98
Exceso de recursos propios (miles de euros)	42.106	48.197	47.527	47.163	46.841	46.021	47.527	49.664
% exceso ⁵	203,80	219,78	228,04	224,66	222,79	219,39	228,04	224,71
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	11	10	7	8	7	7	7	8
> 100-≤ 300 %	8	9	13	12	13	13	13	12
> 300-≤ 500 %	6	5	5	4	4	4	5	5
> 500 %	4	6	4	5	4	5	4	6
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA³								
Ratio de capital total ⁴	133,69	71,26	61,64	-	-	-	61,64	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	32.566	6.004	5.965	-	-	-	5.965	-
% exceso ⁵	1.571,12	791,04	670,22	-	-	-	670,22	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	0	0	0	-	-	-	0	-
> 100-≤ 300 %	2	1	1	-	-	-	1	-
> 300-≤ 500 %	0	0	1	-	-	-	1	-
> 500 %	3	1	0	-	-	-	0	-

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.
- 2 Desde el 1 de enero de 2014 solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 3 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.
- 4 El ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicha ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 5 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
TOTAL²								
Media (%) ³	22,83	15,34	15,97	12,69	15,84	12,96	15,97	21,78
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	11	21	20	27	22	29	20	23
0-≤ 15 %	30	23	31	26	31	24	31	20
> 15-≤ 45 %	23	22	17	12	10	14	17	25
> 45-≤ 75 %	11	5	6	3	4	5	6	6
> 75 %	8	9	9	8	10	10	9	12
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ³	23,04	14,85	16,16	13,16	16,27	12,90	16,16	22,10
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	4	9	8	11	11	15	8	11
0-≤ 15 %	18	14	20	16	16	14	20	8
> 15-≤ 45 %	11	10	6	7	6	7	6	13
> 45-≤ 75 %	5	4	2	1	3	3	2	4
> 75 %	2	2	4	3	4	3	4	4
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ³	22,18	21,52	11,53	6,30	9,60	13,86	11,53	17,84
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	12	12	16	11	14	12	12
0-≤ 15 %	11	8	10	10	15	10	10	12
> 15-≤ 45 %	8	11	11	5	4	7	11	12
> 45-≤ 75 %	6	1	3	2	1	2	3	2
> 75 %	6	7	5	5	6	7	5	8
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media (%) ³	16,95	24,49	46,29	-	-	-	46,29	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	0	-	-	-	0	-
0-≤ 15 %	1	1	1	-	-	-	1	-
> 15-≤ 45 %	4	1	0	-	-	-	0	-
> 45-≤ 75 %	0	0	1	-	-	-	1	-
> 75 %	0	0	0	-	-	-	0	-

1 El ROE se ha calculado como:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos propios}}$$

Fondos propios = Capital + Prima de emisión + Reservas - Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores - Dividendos y retribuciones.

2 Desde el primer trimestre de 2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.13

	2012	2013	2014	2015	2016
Miles de euros					
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	14.776.498	17.630.081	21.379.858	25.366.198	28.555.839
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.707.640	6.777.181	7.592.441
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	5.109.979	5.657.508
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	13.479.037	15.305.890
INGRESOS POR COMISIONES³					
Total	26.177	33.272	47.616	56.726	52.244
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.037	55.781	51.508
Otros ingresos	112	206	579	945	736
PATRIMONIO NETO					
Total	13.402	21.498	26.454	25.107	24.402
Capital social	4.365	5.156	5.576	5.881	6.834
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	7.585	11.697
Resultado del ejercicio ³	4.239	6.890	11.885	11.531	7.965

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las EAFI a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2 Datos a final de periodo.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	5.232	5.180	5.035	5.135	5.108	5.035	4.844	4.792
Fondos de inversión	1.949	1.760	1.748	1.742	1.750	1.748	1.741	1.729
Sociedades de inversión	3.228	3.372	3.239	3.344	3.308	3.239	3.054	3.012
IIC de IIC de inversión libre	18	11	7	10	10	7	8	9
IIC de inversión libre	37	37	41	39	40	41	41	42
Total IIC inmobiliarias	11	9	9	9	9	9	10	10
Fondos de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	7	6	6	6	6	6	7	7
Total IIC extranjeras comercializadas en España	805	880	941	909	927	941	959	959
Fondos extranjeros comercializados en España	405	425	441	433	437	441	440	432
Sociedades extranjeras comercializadas en España	400	455	500	476	490	500	519	527
SGIIC	96	96	101	101	101	101	105	105
Depositarias IIC	70	65	56	60	59	56	56	56

1 Datos disponibles: mayo de 2017.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva¹

CUADRO 3.2

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
Total IIC de carácter financiero	6.859.555	8.164.054	8.704.329	8.291.387	8.498.932	8.704.329	9.774.214	9.656.121
Fondos de inversión	6.409.344	7.680.124	8.248.249	7.794.859	8.017.629	8.248.249	9.326.259	9.211.282
Sociedades de inversión	450.211	483.930	456.080	491.296	481.303	456.080	447.955	444.839
Total IIC inmobiliarias	4.866	4.501	4.601	4.587	4.617	4.601	4.463	4.457
Fondos de inversión inmobiliaria	4.021	3.918	3.927	3.929	3.935	3.927	3.946	3.951
Sociedades de inversión inmobiliaria	845	583	674	658	682	674	517	506
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	1.317.674	1.643.776	1.748.604	1.670.136	1.725.099	1.748.604	1.984.474	-
Fondos extranjeros comercializados en España	230.104	298.733	372.872	339.328	354.032	372.872	431.295	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.087.570	1.345.043	1.375.732	1.330.808	1.371.067	1.375.732	1.553.179	-

1 Al agregar los datos se eliminan los partícipes/accionistas repetidos, es decir, un partícipe que lo es de varios compartimentos de la misma IIC solo se contabiliza una vez. Por este motivo, los datos de partícipes pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7.

2 Datos disponibles: abril de 2017.

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	230.205,7	255.677,0	269.953,8	252.165,5	261.437,0	269.953,8	279.923,4	282.425,9
Fondos de inversión ²	198.718,8	222.144,6	237.862,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	247.279,3	249.823,7
Sociedades de inversión	31.486,9	33.532,4	32.091,6	31.869,5	32.319,6	32.091,6	32.644,1	32.602,2
Total IIC inmobiliarias	1.226,3	1.093,1	1.077,4	1.106,4	1.091,2	1.077,4	1.084,0	1.082
Fondos de inversión inmobiliaria	419,8	391,0	370,1	383,9	376,9	370,1	369,7	369,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	806,5	702,1	707,3	722,5	714,3	707,3	714,3	711,5
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	78.904,3	108.091,6	114.990,2	107.989,0	112.523,8	114.990,2	127.534,6	-
Fondos extranjeros comercializados en España	11.166,0	15.305,1	21.337,5	17.489,5	19.495,4	21.337,5	25.306,4	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	67.738,3	92.786,5	93.652,8	90.499,5	93.028,4	93.652,8	102.228,1	-

1 Datos disponibles: abril de 2017.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en marzo de 2017, del orden de 5.933 millones de euros.

3 No se incluyen datos de los ETF.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» y a las «Sociedades de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen las IIC de inversión libre ni las IIC de IIC de inversión libre.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	198.718,8	222.144,6	237.862,2	218.339,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	247.279,3
Cartera de inversiones financieras	187.693,9	204.797,4	219.141,1	199.377,2	201.128,1	210.750,0	219.141,1	227.574,3
Cartera interior	114.644,5	93.833,6	95.799,1	92.200,6	89.770,7	93.163,0	95.799,1	93.627,1
Valores representativos de deuda	79.694,4	58.451,3	63.471,1	57.983,1	57.062,9	60.689,9	63.471,1	63.454,6
Instrumentos de patrimonio	8.448,0	8.757,5	8.529,9	7.787,9	7.436,6	7.834,3	8.529,9	9.687,4
Instituciones de inversión colectiva	6.065,3	5.698,5	6.249,5	5.663,2	5.508,7	5.641,4	6.249,5	6.567,0
Depósitos en EE. CC.	19.927,4	20.482,9	17.134,3	20.559,8	19.505,5	18.712,9	17.134,3	13.356,1
Derivados	495,4	433,7	405,7	197,2	245,9	275,8	405,7	554,4
Otros	14,0	9,7	8,5	9,5	11,2	8,7	8,5	7,7
Cartera exterior	73.048,3	110.957,0	123.336,0	107.171,1	111.351,6	117.579,5	123.336,0	133.927,6
Valores representativos de deuda	38.582,2	48.542,8	56.307,9	47.603,5	51.101,6	54.092,7	56.307,9	59.346,7
Instrumentos de patrimonio	13.042,9	18.654,1	20.035,3	17.699,4	17.874,2	18.500,2	20.035,3	23.257,2
Instituciones de inversión colectiva	20.863,9	43.365,7	46.435,1	41.507,4	41.991,6	44.540,0	46.435,1	50.626,4
Depósitos en EE. CC.	243,3	104,1	81,2	125,0	171,6	95,7	81,2	127,5
Derivados	310,6	285,6	474,3	231,4	208,8	347,6	474,3	567,7
Otros	5,4	4,8	2,3	4,4	3,8	3,3	2,3	2,1
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,2	6,8	6,1	5,5	5,9	7,5	6,1	19,5
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	10.895,0	16.594,5	18.392,6	18.354,2	18.117,7	17.559,1	18.392,6	19.493,7
Neto deudores/acreedores	129,9	752,7	328,5	607,8	1.050,1	808,3	328,5	211,3

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	31.486,9	33.532,4	32.091,6	32.295,3	31.869,5	32.319,6	32.091,6	32.644,1
Cartera de inversiones financieras	29.080,6	30.035,2	28.127,7	28.549,3	27.852,8	28.450,5	28.127,7	29.463,9
Cartera interior	11.063,7	9.424,4	7.707,1	8.796,2	8.046,9	7.954,8	7.707,1	7.898,8
Valores representativos de deuda	5.115,9	3.663,3	2.395,4	3.338,2	2.765,4	2.508,5	2.395,4	2.266,2
Instrumentos de patrimonio	3.324,4	3.090,3	2.871,9	2.913,2	2.670,7	2.788,1	2.871,9	3.151,4
Instituciones de inversión colectiva	1.433,0	1.418,4	1.485,3	1.355,6	1.411,1	1.522,6	1.485,3	1.660,4
Depósitos en EE. CC.	1.169,3	1.226,3	925,3	1.157,8	1.171,4	1.105,2	925,3	789,6
Derivados	-10,8	-7,4	-5,2	-3,7	-4,6	-2,7	-5,2	-4,7
Otros	31,9	33,7	34,4	35,2	32,9	33,0	34,4	36,0
Cartera exterior	18.015,2	20.608,1	20.412,7	19.748,2	19.800,4	20.490,2	20.412,7	21.556,7
Valores representativos de deuda	3.897,1	4.472,0	4.263,3	4.455,6	4.600,7	4.456,5	4.263,3	4.347,3
Instrumentos de patrimonio	6.227,7	7.025,9	6.465,5	6.524,8	6.317,8	6.440,9	6.465,5	6.766,6
Instituciones de inversión colectiva	7.784,2	9.090,2	9.653,0	8.743,3	8.861,7	9.572,2	9.653,0	10.423,0
Depósitos en EE. CC.	2,3	6,2	6,7	8,9	6,5	6,9	6,7	6,8
Derivados	94,4	8,3	15,7	9,8	7,3	6,4	15,7	5,5
Otros	9,5	5,5	8,4	5,9	6,5	7,3	8,4	7,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,7	2,7	7,9	4,8	5,5	5,6	7,9	8,4
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	2.197,7	3.211,3	3.791,7	3.389,8	3.684,3	3.596,5	3.791,7	2.961,6
Neto deudores/acreedores	208,5	285,8	172,2	356,2	332,3	272,6	172,2	218,5

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.951	1.804	1.805	1.809	1.810	1.805	1.815	1.808
Renta fija ⁴	359	319	306	312	308	306	296	296
Renta fija mixta ⁵	123	132	148	138	146	148	154	152
Renta variable mixta ⁶	131	142	168	156	166	168	172	172
Renta variable euro	103	109	112	111	112	112	114	114
Renta variable internacional	191	200	201	197	201	201	209	210
Garantizado renta fija	280	186	122	155	135	122	111	107
Garantizado renta variable ⁷	273	205	198	201	196	198	201	198
Fondos globales	162	178	203	198	200	203	208	207
De gestión pasiva	227	213	220	222	221	220	218	220
Retorno absoluto	102	97	106	98	104	106	111	111
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	7.800.091	8.022.685	8.253.611	9.332.934	9.218.058
Renta fija ⁴	1.941.567	2.203.847	2.347.984	2.274.700	2.315.533	2.347.984	2.554.194	2.578.536
Renta fija mixta ⁵	603.099	1.130.190	1.043.798	1.075.219	1.033.454	1.043.798	1.169.480	1.083.227
Renta variable mixta ⁶	377.265	612.276	448.491	556.818	451.040	448.491	485.795	495.747
Renta variable euro	381.822	422.469	395.697	392.465	387.786	395.697	429.147	494.972
Renta variable internacional	705.055	1.041.517	1.172.287	1.052.225	1.138.697	1.172.287	1.505.724	1.458.017
Garantizado renta fija	669.448	423.409	307.771	355.577	325.955	307.771	273.188	260.772
Garantizado renta variable ⁷	557.030	417.843	552.445	497.543	515.563	552.445	576.664	574.513
Fondos globales	223.670	381.590	658.722	456.609	625.931	658.722	857.135	810.194
De gestión pasiva	686.526	554.698	746.233	609.995	681.545	746.233	723.472	714.810
Retorno absoluto	264.324	479.182	565.325	513.724	532.151	565.325	743.411	732.573
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	247.279,3	249.823,7
Renta fija ⁴	70.330,9	65.583,8	74.226,4	70.308,6	73.001,3	74.226,4	72.038,9	71.893,6
Renta fija mixta ⁵	24.314,3	44.791,8	40.065,6	40.541,2	39.644,2	40.065,6	41.468,7	41.256,0
Renta variable mixta ⁶	13.570,4	21.502,9	16.310,6	17.595,1	15.601,3	16.310,6	18.159,5	18.674,7
Renta variable euro	8.401,5	9.092,9	8.665,9	7.410,3	7.795,7	8.665,9	9.874,5	10.793,3
Renta variable internacional	12.266,4	17.143,2	17.678,8	15.424,4	16.274,4	17.678,8	20.687,1	20.673,3
Garantizado renta fija	20.417,0	12.375,6	8.679,8	9.854,5	9.066,1	8.679,8	7.694,5	7.397,6
Garantizado renta variable ⁷	12.196,4	9.966,6	15.475,7	13.277,3	14.064,6	15.475,7	16.418,9	16.385,1
Fondos globales	6.886,3	12.683,3	20.916,8	16.190,4	20.067,8	20.916,8	24.735,0	25.870,8
De gestión pasiva	23.837,5	17.731,1	23.601,6	18.534,2	21.872,0	23.601,6	22.701,7	22.404,1
Retorno absoluto	6.498,1	11.228,1	12.215,2	11.134,1	11.704,0	12.215,2	13.474,6	14.449,2

1 Compartimentos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.

2 A partir de julio de 2015 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 Datos disponibles: abril de 2017.

4 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, Monetario y Monetario a corto plazo.

5 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

6 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

7 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía parcial.

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	6.409.806	7.682.947	8.253.611	7.800.091	8.022.685	8.253.611	9.332.934	9.218.058
Personas físicas	6.235.148	7.494.162	8.059.916	7.612.930	7.832.380	8.059.916	9.129.242	9.016.184
Residentes	6.170.201	7.422.330	7.985.404	7.541.093	7.758.911	7.985.404	9.049.798	8.937.083
No residentes	64.947	71.832	74.512	71.837	73.469	74.512	79.444	79.101
Personas jurídicas	174.658	188.785	193.695	187.161	190.305	193.695	203.692	201.874
Entidades de crédito	493	532	497	483	508	497	522	427
Otros agentes residentes	173.351	187.395	192.381	185.856	188.995	192.381	202.317	200.582
Entidades no residentes	814	858	817	822	802	817	853	865
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	247.279,3	249.823,7
Personas físicas	159.423,5	181.868,0	195.567,5	180.902,2	188.220,8	195.567,5	203.626,4	205.704,8
Residentes	157.135,2	179.232,4	192.743,0	178.305,7	185.467,5	192.743,0	200.701,5	202.756,2
No residentes	2.288,3	2.635,6	2.824,5	2.596,4	2.753,2	2.824,5	2.924,9	2.948,6
Personas jurídicas	39.295,4	40.276,6	42.294,8	39.393,8	40.896,6	42.294,8	43.652,9	44.118,9
Entidades de crédito	459,8	483,0	374,3	471,0	440,9	374,3	433,5	483,3
Otros agentes residentes	38.245,2	39.071,0	41.212,4	38.304,7	39.806,0	41.212,4	42.381,9	42.771,6
Entidades no residentes	590,4	722,6	708,1	618,0	649,7	708,1	837,4	864,1

1 Datos disponibles: abril de 2017.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo^{1, 2}

CUADRO 3.8

Millones de euros	2014	2015	2016	2016			2017	
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	136.161,2	159.036,2	113.274,7	26.772,1	27.272,4	27.729,7	31.500,5	39.646,1
Renta fija	65.698,5	66.789,7	53.163,3	14.415,3	13.923,7	10.893,9	13.930,4	15.239,2
Renta fija mixta	21.675,7	36.441,2	11.065,3	2.429,8	2.695,9	2.417,0	3.522,6	6.295,0
Renta variable mixta	8.991,2	13.771,0	4.250,6	1.038,1	816,9	807,5	1.588,1	2.812,7
Renta variable euro	6.702,0	6.719,9	3.716,3	999,5	931,1	583,2	1.202,5	1.572,3
Renta variable internacional	5.843,2	11.236,2	7.167,6	1.560,4	1.584,4	1.636,1	2.386,7	3.746,8
Garantizado renta fija	847,8	562,4	2.005,3	131,1	688,7	460,8	724,7	482,0
Garantizado renta variable	3.684,6	1.993,2	7.942,5	2.370,8	2.187,2	1.389,6	1.994,9	1.488,7
Fondos globales	3.752,9	9.636,1	8.914,5	1.303,2	1.159,9	4.778,0	1.673,4	5.074,2
De gestión pasiva	15.081,3	3.350,5	10.195,7	969,2	2.417,1	3.647,4	3.162,0	889,5
Retorno absoluto	3.884,4	8.363,0	4.853,2	1.554,4	867,4	1.116,2	1.315,2	2.045,6
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	100.188,5	135.569,6	99.492,3	27.264,5	25.258,2	21.831,0	25.138,6	33.379,7
Renta fija	52.205,8	72.141,1	45.549,5	12.336,8	12.087,6	8.493,1	12.632,0	17.191,8
Renta fija mixta	5.963,7	15.273,7	14.242,9	4.034,2	3.258,2	3.617,0	3.333,5	5.143,7
Renta variable mixta	2.423,5	5.617,2	7.280,8	1.750,9	1.199,9	3.119,7	1.210,3	1.283,3
Renta variable euro	4.517,1	6.251,0	4.259,2	1.251,1	1.341,2	755,8	911,1	1.174,4
Renta variable internacional	5.311,4	7.175,7	6.821,0	1.884,8	1.684,0	1.398,9	1.853,3	1.785,1
Garantizado renta fija	11.301,4	7.369,8	5.208,0	1.399,3	1.653,6	1.273,9	881,2	1.314,0
Garantizado renta variable	4.594,1	4.593,0	2.464,1	617,9	666,7	619,5	560,0	644,1
Fondos globales	1.570,6	3.830,8	5.334,6	1.381,2	1.443,1	1.240,5	1.269,8	1.723,8
De gestión pasiva	10.110,4	9.614,7	4.405,7	1.121,6	1.089,0	664,2	1.530,9	2.070,9
Retorno absoluto	2.190,5	3.551,6	3.906,8	1.477,0	824,9	648,4	956,5	1.048,6

1 Datos estimados.

2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	35.794,5	22.763,6	13.823,2	-508,8	2.007,5	5.995,8	6.328,7	6.271,8
Renta fija	13.821,0	-4.816,1	8.243,5	2.093,1	2.387,0	2.456,3	1.307,1	-2.130,1
Renta fija mixta	15.689,2	20.903,0	-4.750,8	-1.618,6	-2.165,9	-1.165,1	198,8	1.167,0
Renta variable mixta	6.842,3	8.227,3	-5.194,5	-698,6	-2.573,6	-2.261,0	338,7	1.515,0
Renta variable euro	-338,3	467,2	-538,0	-274,1	-394,1	-176,7	306,9	447,5
Renta variable internacional	2.715,6	4.110,2	-32,5	-132,8	-664,4	246,2	518,5	1.965,5
Garantizado renta fija	-11.761,5	-8.093,5	-3.699,6	-1.566,5	-987,0	-813,1	-333,0	-956,6
Garantizado renta variable	-651,7	-2.396,4	5.465,9	1.984,5	1.360,5	655,6	1.465,3	886,2
Fondos globales	2.110,3	5.787,9	7.801,3	-75,7	3.884,7	3.574,9	417,4	3.361,5
De gestión pasiva	5.632,0	-6.274,9	5.603,4	-113,5	1.122,6	2.981,4	1.612,9	-1.181,4
Retorno absoluto	1.735,6	4.802,6	943,5	-97,4	47,6	497,3	496,0	1.197,3
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.260,3	680,1	1.909,9	-3.290,6	-50,4	2.834,7	2.416,2	3.150,8
Renta fija	1.451,7	69,3	399,3	88,4	156,2	236,5	-81,8	-57,3
Renta fija mixta	487,2	-425,2	25,1	-587,1	121,6	268,2	222,4	236,4
Renta variable mixta	415,5	-294,8	2,2	-634,1	-1,5	267,2	370,6	333,9
Renta variable euro	107,0	224,2	110,8	-658,8	-355,7	562,1	563,2	761,1
Renta variable internacional	701,7	766,6	568,4	-847,6	-73,9	603,9	886,0	1.042,9
Garantizado renta fija	697,3	52,1	3,9	9,7	22,7	24,7	-53,2	-28,8
Garantizado renta variable	344,5	166,6	43,1	-88,8	54,5	131,7	-54,3	57,0
Fondos globales	248,0	9,3	432,1	-306,9	4,9	302,5	431,6	456,7
De gestión pasiva	1.704,8	185,5	281,5	-208,3	8,0	365,2	116,6	286,6
Retorno absoluto	102,7	-72,7	43,7	-56,9	12,8	72,6	15,2	62,2

¹ A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo^{1,2}

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	4,60	1,41	1,91	-1,26	0,24	1,54	1,29	1,57
Renta fija	3,12	0,85	1,24	0,30	0,39	0,50	0,05	0,08
Renta fija mixta	4,43	0,14	1,26	-1,07	0,60	0,98	0,85	0,87
Renta variable mixta	5,84	-0,12	1,45	-2,78	0,35	2,07	2,71	2,32
Renta variable euro	3,36	4,41	3,38	-7,64	-3,89	7,81	7,48	8,92
Renta variable internacional	8,02	6,80	5,55	-4,84	0,02	4,27	5,87	6,00
Garantizado renta fija	3,78	1,25	0,79	0,30	0,42	0,45	-0,46	-0,22
Garantizado renta variable	4,09	2,75	1,09	-0,61	0,63	1,17	-0,22	0,52
Fondos globales	5,73	1,25	3,95	-2,23	0,32	2,08	2,43	2,36
De gestión pasiva	8,22	1,65	2,11	-1,02	0,23	1,92	0,66	1,41
Retorno absoluto	2,99	0,29	1,41	-0,28	0,37	0,89	0,38	0,74
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,98	1,00	0,95	0,24	0,23	0,25	0,23	0,23
Renta fija	0,70	0,66	0,58	0,14	0,14	0,15	0,14	0,13
Renta fija mixta	1,19	1,15	1,12	0,28	0,28	0,28	0,27	0,27
Renta variable mixta	1,41	1,41	1,40	0,34	0,35	0,35	0,36	0,35
Renta variable euro	1,78	1,76	1,75	0,43	0,43	0,44	0,44	0,45
Renta variable internacional	1,77	1,71	1,71	0,41	0,41	0,43	0,45	0,44
Garantizado renta fija	0,88	0,84	0,68	0,19	0,17	0,16	0,15	0,13
Garantizado renta variable	1,20	1,05	0,70	0,20	0,18	0,17	0,16	0,15
Fondos globales	1,19	1,06	1,26	0,25	0,26	0,44	0,28	0,28
De gestión pasiva	0,64	0,64	0,56	0,15	0,15	0,13	0,13	0,13
Retorno absoluto	1,07	0,99	0,96	0,24	0,24	0,25	0,24	0,24
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,11	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,06	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,09	0,08	0,10	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,07	0,07	0,06	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

1 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Datos anuales revisados desde 2014.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo¹

CUADRO 3.11

En %	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	3,67	0,89	0,98	-1,36	-0,03	1,34	1,05	1,35
Renta fija	2,41	0,10	0,52	0,16	0,23	0,34	-0,21	-0,07
Renta fija mixta	3,67	0,16	0,27	-1,27	0,30	0,69	0,56	0,58
Renta variable mixta	4,70	0,15	1,19	-2,84	0,00	1,75	2,35	1,95
Renta variable euro	2,09	3,44	2,61	-6,99	-4,49	7,89	7,06	8,57
Renta variable internacional	6,61	7,84	4,15	-4,62	-0,44	4,00	5,46	5,67
Garantizado renta fija	2,54	0,27	-0,03	0,09	0,19	0,26	-0,58	-0,35
Garantizado renta variable	2,64	1,07	0,19	-0,87	0,37	0,97	-0,27	0,41
Fondos globales	4,63	2,45	1,99	-2,21	0,02	2,09	2,13	2,08
De gestión pasiva	7,74	0,53	1,16	-1,13	-0,03	1,63	0,71	1,30
Retorno absoluto	1,98	0,12	0,38	-0,51	0,12	0,65	0,12	0,50

1 A partir de julio de 2015 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 de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2013	2014	2015	2016				2017
				I	II	III	IV	I ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	2.415	2.819	3.089	3.011	2.928	2.916	2.930	2.968
Patrimonio (millones de euros)	1.036,7	1.369,5	1.764,8	1.652,2	1.690,2	1.793,0	1.889,2	1.912,9
Suscripciones (millones de euros)	401,7	574,6	596,6	44,2	123,5	87,4	170,4	106,0
Reembolsos (millones de euros)	414,3	293,8	260,5	130,4	76,1	43,3	126,8	131,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-12,6	280,8	336,1	-86,2	47,5	44,0	43,6	-25,3
Rendimientos netos (millones de euros)	130,0	52,0	56,3	-26,4	-9,4	58,8	52,5	49,0
Rentabilidad (%)	16,48	5,30	4,83	-1,30	-0,50	3,62	2,51	2,49
Rendimientos de gestión (%) ²	17,22	7,39	6,17	-0,90	-0,34	4,25	3,68	3,17
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,87	2,21	2,34	0,71	0,37	0,61	0,60	0,84
Gastos de financiación (%) ²	0,04	0,32	0,51	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	3.022	2.734	1.265	1.262	1.255	1.244	1.237	1.237
Patrimonio (millones de euros)	350,3	345,4	319,8	306,3	290,7	286,7	293,7	295,4
Suscripciones (millones de euros)	4,9	7,1	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Reembolsos (millones de euros)	215,2	40,8	54,9	4,4	17,2	5,4	1,1	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-210,3	-33,7	-46,6	-4,4	-17,2	-5,4	-1,1	-
Rendimientos netos (millones de euros)	20,6	28,9	21,0	-9,1	1,7	1,4	8,1	-
Rentabilidad (%)	4,39	8,48	6,16	-2,89	0,56	0,48	2,83	0,54
Rendimientos de gestión (%) ³	5,78	9,72	6,61	-2,72	0,80	0,71	3,03	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,28	1,07	0,48	0,21	0,19	-0,21	-0,21	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,08	0,08	0,04	0,01	0,01	-0,01	-0,01	-

1 Datos disponibles: febrero de 2016.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	1.949	1.760	1.748	1.742	1.750	1.748	1.741	1.727
Sociedades de inversión	3.164	3.333	3.231	3.323	3.297	3.231	3.045	3.026
IIC de IIC de inversión libre	18	11	7	10	10	7	8	8
IIC de inversión libre	35	37	41	39	40	41	41	41
Fondos de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	7	6	6	6	6	6	7	7
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	198.718,8	222.144,6	237.862,2	220.296,0	229.117,4	237.862,2	247.279,3	249.823,7
Sociedades de inversión	30.613,8	32.879,4	31.783,2	31.425,4	31.914,4	31.783,2	32.259,7	32.214,0
IIC de IIC de inversión libre ⁴	345,4	319,8	293,7	290,7	286,7	293,7	295,4	-
IIC de inversión libre ⁴	1.328,0	1.764,8	1.889,2	1.690,2	1.793,0	1.889,2	1.912,9	-
Fondos de inversión inmobiliaria	419,8	391,0	370,1	383,9	376,9	370,1	369,7	369,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	806,5	702,1	707,3	722,5	714,3	707,3	715,3	711,5

1 Hasta marzo de 2016, se considera gestionado por SGIIC el 100 % del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otras entidades distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: abril de 2017.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el primer trimestre de 2017: febrero de 2017.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2014	2015	2016	2016				2017
				I	II	III	IV	I
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)								
Total	78.904,3	108.091,6	114.990,2	107.329,1	107.989,0	112.523,8	114.990,2	127.534,6
Fondos	11.166,0	15.305,1	21.337,5	16.372,7	17.489,5	19.495,4	21.337,5	25.306,4
Sociedades	67.738,3	92.786,5	93.652,8	90.956,4	90.499,5	93.028,4	93.652,8	102.228,1
N.º DE INVERSORES								
Total	1.317.674	1.643.776	1.748.604	1.645.699	1.670.136	1.725.099	1.748.604	1.984.474
Fondos	230.104	298.733	372.872	325.003	339.328	354.032	372.872	431.295
Sociedades	1.087.570	1.345.043	1.375.732	1.320.696	1.330.808	1.371.067	1.375.732	1.553.179
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	805	880	941	904	909	927	941	959
Fondos	405	425	441	428	433	437	441	440
Sociedades	400	455	500	476	476	490	500	519
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	333	362	391	378	372	385	391	405
Francia	264	282	286	277	282	283	286	284
Irlanda	117	143	160	152	152	156	160	165
Alemania	33	32	32	32	32	32	32	32
Reino Unido	26	31	32	31	32	32	32	32
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	25	23	23	23	22	22	23	23
Bélgica	4	4	4	4	4	4	4	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	0	0	4	4	4	4	4	4
Liechtenstein	0	0	6	0	6	6	6	6

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2014	2015	2016	2016			2017	
				II	III	IV	I	II ²
FONDOS								
Número	3	3	3	3	3	3	3	3
Participes	4.021	3.918	3.927	3.929	3.935	3.927	3.946	3.951
Patrimonio (millones de euros)	419,8	391,0	370,1	383,9	376,9	370,1	369,7	369,8
Rentabilidad (%)	-5,87	-6,66	-5,35	-1,61	-1,82	-1,81	-0,10	0,01
SOCIEDADES								
Número	7	6	6	6	6	6	7	7
Accionistas	845	583	674	658	682	674	517	506
Patrimonio (millones de euros)	806,5	702,1	707,3	722,5	714,3	707,3	714,3	711,5

1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: abril de 2017.

