

## **Mercat de valors: marc regulador i reptes de futur<sup>1</sup>**

Oriol Amat, Universitat Pompeu Fabra

### **Introducció**

Els mercats de valors són fonamentals per a l'economia, tant des del punt de vista de les empreses que necessiten finançament; com per als estalviadors particulars o inversors que necessiten rendibilitzar els seus excedents. Aquest article es proposa tres objectius. En primer lloc, argumentar la necessitat de regulació. En segon lloc, exposar de manera molt resumida el marc regulador dels mercats de valors amb una perspectiva internacional i europea, amb una especial referència a la situació espanyola. Finalment, es tracta d'identificar els principals reptes a nivell internacional que té la regulació dels mercats de valors.

### **La necessitat de regular i supervisar els mercats de valors**

Als mercats de valors els inversors i les entitats que necessiten finançament poden aconseguir els seus objectius. També es poden crear grans fortunes o pèrdues. De fet, des que existeixen les borses s'ha comptabilitzat més de cinquanta *cracks* importants. El darrer global, el de l'any 2008 i més recentment el de la borsa xinesa l'any 2015.

Per a justificar la necessitat de regular i supervisar aquests mercats, recordarem dos exemples relacionats amb els inicis de l'emissió d'accions i dels mercats financers, que tenen en comú el país on es varen produir, Holanda:

*-Companyia Holandesa de les Índies Orientals.* L'any 1602, es va crear aquesta empresa, la primera multinacional i una de les primeres companyies a emetre accions. Pocs anys després es varen produir diversos problemes. Primer, en l'elecció dels administradors, ja que un petit grup d'accionistes, que tenien més del cinquanta per cent del capital, es varen nomenar ells mateixos com administradors vitalicis. La resta dels accionistes, que eren uns quants milers, no podien participar en l'elecció. En segon lloc, els administradors, eren també grans comerciants i els principals clients de la companyia. Per tant, tenien conflictes d'interès. I en tercer lloc, la companyia no

---

<sup>1</sup> Article pendent de publicació a la Revista Econòmica de Catalunya, número de desembre 2015.

informava dels seus comptes als petits accionistes. De fet, la primera informació la va subministrar deu anys després de la seva creació, després de patir pèrdues molt importants. Els principals accionistes, en canvi, sí que varen rebre en tot moment la informació sobre la marxa de la companyia. Aquests problemes de composició del consell d'administració, durada dels càrrecs, dret de participació en les decisions dels accionistes minoritaris, dret d'informació i conflictes d'interès, varen posar de manifest la necessitat de regular els temes de governança de les companyies.

**-Bombolla de les tulipes.** Aquesta bombolla es va produir a Holanda a partir de 1630 en una borsa en la qual es negociaven bulbs de tulipa. Durant uns anys, entre les classes altes holandeses es va posar de moda plantar aquestes flors als jardins. Els preus van començar a pujar i moltes persones es feien riques comprant bulbs i venent-los poc després a preus molt superiors. La irracionalitat dels preus es va posar de manifest quan hi va haver persones que van arribar a canviar la seva casa per un bulb de tulipa. Molts inversors demanaven préstecs per poder comprar bulbs. La supèrbia, l'enveja i el desig de guanyar diners ràpidament, van provocar un estat de ceguera que els impedia adonar-se que els preus dels bulbs ja no tenien cap lògica. L'any 1637, quan els preus ja eren astronòmics la gent es va començar a qüestionar si aquestes xifres eren raonables. Es va passar de l'eufòria a la por, a la histèria i al pànic en uns pocs dies. Els posseïdors de bulbs es van trobar que ja ningú els volia comprar. Així va començar la caiguda, i en pocs dies el col·lapse total ja s'havia produït. Els bulbs van passar de valer fortunes a no valer absolutament res. Molts ho van perdre tot i també hi va haver qui va perdre el que tenia i el que no tenia, ja que havien comprat amb diners prestats o amb instruments financers derivats (futurs). A continuació, a Holanda es va iniciar una llarga crisi econòmica que va empobrir molt el país.

Aquests dos exemples posen de manifest la necessitat de regular la governança de les companyies i els mercats per tal d'evitar danys que poden perjudicar greument l'economia i als que intervenen en ella.

L'esclat de la bombolla de les tulipes a Holanda va posar de manifest la necessitat de regular els mercats financers. Des d'aleshores la regulació s'ha anat aprofundint sobretot a mesura que s'anaven produint altres *cracks* i escàndols en els mercats financers.

## **Regulació i supervisió dels mercats a nivell internacional**

A nivell mundial, la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), creada el 1983 i amb seu a Madrid, aplega als reguladors de mercats de valors de tot el món. La seva principal missió és protegir els inversors mitjançant l'aprovació de normes globals per als mercats financers. Conjuntament amb el *Basel Committee on Banking Supervision* i la *International Association of Insurance Supervisors* són els organismes globals relacionats amb la regulació financera.

A la UE la supervisió financera està integrada per l'*European System of Financial Supervision* (ESFS) del qual formen part l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), l'*European Systemic Risk Board* (ESRB), l'*European Banking Authority* (EBA) i l'*European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) i les autoritats competents de supervisió dels estats membres.

ESMA va ser creada l'any 2010 pel Parlament Europeu i el Consell. Els seus objectius són protegir l'interès públic, contribuint a l'estabilitat i efectivitat del sistema financer de la Unió Europea a través de la regulació i supervisió. També contribueix a assegurar la transparència i correcte funcionament dels mercats financers, i, protegir l'inversor i consumidor de productes financers. També reforça la coordinació internacional de la supervisió, evitant l'arbitratge regulador.

ESMA té la seu a París i la seva organització interna està formada pel Board of Supervisors -format per les 27 autoritats nacionals dels estats membres de la UE, un observador de la Comissió Europea i un representant de l'EBA, de la EIOPA i del ESRB-.

A nivell europeu, les normes més rellevants són les *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) I i II, que tenen per objectiu millorar la protecció dels inversors i al mateix temps homogeneïtzar la regulació dels diferents països. La transparència dels mercats ha de garantir que la informació que reben els inversors és fiable i útil per a prendre decisions d'inversió. També ha d'evitar l'ús d'informació privilegiada. La correcta formació de preus ha d'evitar els abusos de mercat. Amb aquestes actuacions s'ha de garantir la màxima protecció dels anomenats inversors minoristes, que són els inversors no professionals. L'inversor minorista és el petit inversor, com a conseqüència de la menor magnitud dels imports que inverteix o de la seva menor experiència i

coneixement dels mercats financers. És la categoria a la qual pertanyen la majoria dels consumidors.

### **El repte de millorar la fiabilitat de la informació**

La informació sobre les companyies cotitzades és fonamental per a la presa de decisions. Aquesta informació ha anat millorant molt sobretot com a conseqüència d'importants i fraus que s'han anat produint a nivell internacional. Així, el crack de 1929, per exemple, va provocar que les empreses estiguin obligades a informar dels seus estats comptables auditats. La bombolla .com de l'any 2000 va evidenciar problemes importants en relació amb la regulació comptable, de l'auditoria i el funcionament dels consells d'administració. Per això, es varen impulsar canvis molt importants en les normes comptables, en l'auditoria i en la legislació mercantil a tot el món.

Tot i així, la informació comptable de les companyies cotitzades no sempre compta amb la suficient fiabilitat. Demerjian i altres (2013) xifren en més del 50% les companyies cotitzades als Estats Units que varen reformular els comptes entre els anys 2006 i 2009. El principals motiu per a la reformulació és la existència d'errors. Segons Ernst & Young (2014), el 42% del directius a nivell mundial consideren que les empreses manipulen la seva comptabilitat. Un altre estudi (PWC, 2014) xifrava en el 11,2% les empreses amb frau comptable en els dos darrers anys.

Per altra banda, l'augment de la informació financera i la seva creixent complexitat explica que les agències de rating siguin cada vegada més necessaries. Els inversors necessiten conèixer de forma ràpida la capacitat de pagament dels emissors. Malauradament, la recent crisi financera global ha posat de manifest que les opinions de les agències de ràting no són infal·libles. Es van produir fallides d'entitats (Lehman Brothers, per exemple) que poc abans havien rebut les màximes qualificacions de Moody's, Standard & Poors i Fitch.

Un dels aspectes de les agències de ràting que genera interrogants és el fet que els seus propietaris són grans fons d'inversió, sobretot nord-americans. A més, les agències de ràting són contractades per les mateixes entitats a les quals han de qualificar, de manera que la independència pot ser qüestionable. Un altre problema és la manca de competència en aquest àmbit, i la conseqüent existència d'un oligopoli. A part de les tres entitats esmentades, que gairebé monopolitzen el mercat mundial

del ràting (Moody's, per exemple, elabora al voltant del 40% de les valoracions de tot el món), hi ha altres agències com AM Best (Estats Units), Veda Advantage (Austràlia), Dominion Bond Rating Service (Canadà), Japan Credit Rating Agency (Japó), classificadora de Risc Humphreys (Xile), Companhia Portuguesa d'Rating (Portugal)... La majoria d'aquestes agències estan especialitzades en mercats financers més locals.

Els oligopolis sovint generen inconvenients, com forçar pujades de preu i disminuir la qualitat dels productes oferts. Aquests problemes contribueixen a l'augment dels dubtes envers la utilitat de les valoracions, i recentment s'ha reclamat la creació d'agències de ràting públiques. No obstant, aquestes tindrien un conflicte d'interès addicional per la seva falta d'independència respecte dels governs.

Per motius com els exposats, a la Unió Europea s'han produït millores, ja que les agències han passat a estar sotmeses a un sistema de registre i supervisió dels seus mètodes que s'ha encomanat a ESMA. La nova regulació consisteix a controlar que les agències compten amb mitjans organitzatius suficients per realitzar la seva tasca i que la seva organització interna elimina, o almenys pal·lia, els conflictes d'interès assenyalats. Un altre aspecte important, és que les agències han de donar transparència als models utilitzats per a la determinació dels ràtings. A més, l'agència s'ha d'assegurar que la informació introduïda als models és tota la rellevant per a realitzar qualificacions i no ha estat seleccionada esbiaixadament. Finalment, les agències han de donar més informació sobre els canvis en les qualificacions, per tal que quedin més justificades del que han estat fins ara.

### **La regulació i supervisió dels mercats a Espanya**

A Espanya, la regulació dels mercats la fa el Ministeri d'Economia i la supervisió és responsabilitat de la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV). Es tracta d'una entitat pública que funciona de manera autònoma. Va ser creada per la Llei 24/1988, del Mercat de Valors. Els principals objectius de la CNMV són vetllar per la transparència dels mercats de valors i la correcta formació de preus, així com protegir als inversors.

A Espanya, la regulació i supervisió financera segueix l'anomenat model institucional, que es basa en tres organismes que es reparteixen els diferents productes i entitats a supervisar (veure figura 1).

<b>Supervisor</b>	<b>Productes</b>	<b>Entitats</b>
<b>CNMV</b>	<b>Productes i serveis d'inversió</b> (accions, quotes participatives, pagarés, bons, obligacions, cèdules hipotecaries, bons de titulització, participacions en institucions d'inversió colectiva, lletres del Tresor, certificats de dipòsit, pagarés, participacions preferents, warrants, opcions, futurs, permutes, contractes financers per diferències...).	<b>Empreses de Serveis d'Inversió</b> (Societats d'Inversió, Institucions d'Inversió Colectiva, Societats de Capital Risc, Empreses d'Assessorament Independent...).
<b>Banc d'Espanya</b>	<b>Productes i serveis bancaris</b> (depòsits, préstecs...), canvi de moneda.	<b>Entitats de crèdit</b> (Bancs, Caixes d'Estalvi, Cooperatives de crèdit...)  <b>Societats de Taxació</b>
<b>Direcció General d'Assegurances</b> (depèn de la Secretaria de l'Estat d'Economia i Suport a l'Empresa, adscrita al Ministeri d'Economia i Competitivitat).	<b>Assegurances i plans de pensions</b>	<b>Asseguradores</b>

**Figura 1. Organismes supervisors financers a Espanya**

Altres països que també segueixen el model institucional són Itàlia o França. En canvi, altres països tenen diferents models:

-Model integrat: Existeix un únic supervisor financer. És utilitzat en països com Regne Unit o Alemanya.

-Model *twin peaks*: Aquest model es basa en només dos supervisors (veure figura 2). Un supervisa la solvència de les entitats (per a garantir l'estabilitat del sistema financer) i l'altre supervisa la conducta (per a garantir el correcte funcionament dels mercats i protegir a l'inversor). S'utilitza en països com Bèlgica, Holanda o Austràlia.

<b>Supervisor</b>	<b>Objecte de la supervisió</b>
<b>Banc Central</b>	<b>Solvència de les entitats:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Empreses de Serveis d'Inversió</b> (Societats d'Inversió, Institucions d'Inversió Colectiva, Societats de Capital Risc, Empreses d'Assessorament Independent...)</li> <li>• <b>Entitats de crèdit</b> (Bancs, Caixes d'Estalvi, Cooperatives de crèdit...)</li> <li>• <b>Societats de Taxació</b></li> <li>• <b>Asseguradores</b></li> </ul>
<b>Supervisor d'inversions i mercats</b>	<b>Conducta de les entitats:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Productes i serveis d' inversió</b> (fons d' inversió, accions, preferents, pagarés, bons, derivats...)</li> <li>• <b>Productes i serveis bancaris</b> (depòsits, préstecs...), canvi de moneda</li> <li>• <b>Assegurances i plans de pensions</b></li> </ul>

**Figura 2. Model de supervisió *twin peaks***

La CNMV està regida per un Consell integrat per sis membres. El President i Vicepresident, nomenats directament pel Govern a proposta del Ministeri d'Economia; el director general del Tresor i Política Financera i el subgovernador del Banc d'Espanya i tres consellers, nomenats pel Ministeri d'Economia.

La CNMV supervisa els diferents mercats de valors:

- Les Borses de Valors de Madrid, Barcelona, Bilbao i València. Aquestes borses integren la Societat de Borses que gestiona el mercat continu.
- El mercat de deute públic en anotacions.
- Els mercats oficials de futurs i opcions financeres (MEFF Renda Fixa i Renda Variable).
- El mercat oficial de futurs de l'oli d'oliva (MFAO).
- El mercat de l'Associació d'Intermediaris d'Actius Financers (AIAF).
- Recentment, la CNMV també ha estat designada per a supervisar les entitats que es dediquen al *crowdfunding*.

Per a complir les seves funcions, les principals activitats que la CNMV porta a terme són:

- Admissió de valors a negociació, prèvia la verificació que es compleixen els requisits.
- Autoritzar a les societats o agències de valors.
- Informar el mercat de tota la informació rellevant sobre els emissors que pugui afectar a les cotitzacions. Entre aquesta informació s'inclou l'econòmica-financera i de negoci de les entitats. Les empreses cotitzades han de facilitar periòdicament informació tal com els estats financers (anualment, semestralment, l'informe anual de govern corporatiu, l'informe anual de remuneracions dels consellers... Aquesta informació serveix per a informar els inversors i també per tal que la CNMV avaluï periòdicament la solvència de les empreses que actuen als mercats de valors.
- Autorització d'ofertes públiques d'adquisició de valors.
- Rep informació facilitada per entitats que operen als mercats de valors sobre operacions sospitoses (ús d'informació privilegiada, pràctiques que falsegen la lliure formació dels preus...) que facin els seus clients.
- Supervisar les empreses de serveis d'inversió (societats de valors, agències de valors, societats gestores de carteres, empreses d'assessorament financer) i les entitats de crèdit en relació amb la seva participació en els mercats de valors.

Així mateix, i per tal de vigilar i sancionar si s'escau els comportaments irregulars en els mercats de valors i garantir l'adequada formació de preus, la CNMV:

- Rep informació en temps real de tots els mercats de valors sotmesos a la seva supervisió.
- Pot suspendre la negociació d'un determinat valor en situacions d'informació insuficient als mercats. Un exemple de situació que motivaria la suspensió de la cotització seria el cas d'una empresa on s'ha produït un succés rellevant que no ha estat comunicat al mercat. En aquest cas, se suspèn la cotització fins que la CNMV s'asseguri que la informació està a l'abast de tots.
- Pot excloure de la negociació d'instruments financers quan s'incompleixin els requisits de difusió, freqüència, volum o d'altres obligacions.

## **La protecció de l'inversor**



Com s'ha indicat, una de les funcions més rellevants dels supervisors financers és la protecció de l'inversor. A part de les activitats de supervisió de les entitats que operen en els mercats, cal atendre als consumidors en els casos on consideren que hi ha alguna infracció. La protecció dels inversors financers a Espanya correspon als tres organismes supervisors (CNMV, Direcció General d'Assegurances i Fons de Pensions i Banc d'Espanya). Quan un consumidor considera que ha estat perjudicat per l'actuació d'alguna entitat, ha de reclamar a l'organisme competent, en funció del tipus de producte. El procediment per presentar una reclamació és el mateix per a tots els organismes, actuant, a més, com a finestra única.

D'altra banda, existeix també el Fons General de Garantia d'Inversions (FOGAIN), creat l'any 2008. El FOGAIN té un patrimoni separat que es nodreix de les aportacions de les empreses de serveis d'Inversió. El Fogain ofereix als clients de les societats de valors, agències de valors i societats gestores de carteres la cobertura d'una indemnització en cas que alguna d'aquestes entitats entri en una situació de concurs de creditors o declaració d'insolvència. En aquests casos, si algun client no pot obtenir la devolució o lliurament de l'efectiu i valors confiats a l'entitat, el Fogain desplega la seva cobertura i indemnitzacions a aquests clients fins a un import màxim de 100.000 euros.

### **L'actuació sancionadora**

D'acord amb la Llei del Mercat de Valors, les entitats i les persones físiques que actuen als mercats de valors poden ser sancionades per la CNMV en cas que infringeixin la normativa vigent. Les principals infraccions són de dos tipus:

- Infraccions relacionades amb la informació: no informar sobre participacions significatives, no enviar informació periòdica, no comunicar fets rellevants...
- Infraccions relacionades amb actuacions: incompliment de les normes de conducta, incompliment de normes de bon govern, manipulació de mercat, utilització d'informació privilegiada...

L'any 2014, la CNMV va imposar un total de 77 sancions per un import total de 18 milions d'euros. És un volum similar al de supervisors de països del nostre entorn com l'AFM francesa, per exemple, que en el mateix període, va imposar 79 sancions econòmiques per un import total de 32 milions d'euros. En el món anglosaxó, les

sancions solen ser més elevades. Així, la FCA del Regne Unit, en 2014 va imposar 41 sancions per un import total de 1.984 milions d'euros.

### **El bon govern de les companyies**

Una altra de les activitats del supervisor dels mercats de valors és la promoció del bon govern de les companyies. Tal com s'ha exposat al principi, la mala experiència de la Companyia Holandesa de les Índies Orientals va servir de lliçó i, posteriorment, ja varen aparèixer els primers codis per a millorar la governança. Així, quan l'any 1621 es va crear la Companyia Holandesa de les Índies Occidentals, varen aprovar un codi intern que tractava de resoldre els problemes exposats. Aquest és considerat el primer codi de bon govern corporatiu. Posteriorment, s'han anat aprovant nous codis amb recomanacions i també s'ha anat reformant la legislació per a fer obligatoris aspectes fonamentals de la bona governança de les companyies.

A Espanya, el primer codi de bon govern es l'Informe Olivencia (1988) que incloïa una vintena de recomanacions, però que va tindre un escàs compliment. L'any 2003 es va fer un salt endavant amb l'Informe Aldama que va regular l'Informe Anual de Govern Corporatiu i, tot i que també incloïa recomanacions i no obligacions, instaurava el criteri de "*complir o explicar*" ja que les empreses que no complien les recomanacions estaven obligades a explicar-ho. L'any 2006 es va publicar el Codi Conthe que va incorporar com a principal novetat la d'informar sobre les retribucions. Més endavant, ja en 2014, la Llei de Societats de Capital 31/2014, va suposar un altre salt endavant a l'incloure com obligacions aspectes que fins aleshores eren recomanacions, com per exemple, la necessitat de que les retribucions siguin aprovades a la Junta General d'Accionistes i siguin objecte d'un control anual. Finalment, en 2015 i durant el mandat de Elvira Rodríguez, la CNMV ha aprovat el Codi de Bon Govern de les societats cotitzades que inclou 25 principis i 64 recomanacions, 23 de les quals són noves. Les matèries regulades són el consell d'administració, la comissió d'auditoria, la comissió de retribucions, la Junta General d'Accionistes, entre d'altres. Entre les novetats podem destacar la obligació de que el President ha d'informar a la Junta General d'Accionistes de les recomanacions que no es segueixen. També inclou recomanacions de Responsabilitat Social Corporativa. Tot i que és d'adopció voluntària, segueix el principi de "*complir o explicar*", és a dir les empreses que no compleixen els seus preceptes ho

han d'explicar. En resum, es constata que dia a dia es van produint avenços importants en matèria de govern corporatiu.

### **El repte de millorar la regulació**

Un altre tema de debat a nivell internacional i, especialment a Europa, és l'excés de regulació. Així, per exemple, Betancor (2015) assenyala referint-se a Espanya i a totes les temàtiques (i no solament la financera), que s'aproven unes 3.500 noves normes a l'any, de les quals 1.160, imposen noves obligacions, requisits i límits. La resta de les normes deroguen normes anteriors o són més aviat de tipus organitzatiu. Aquesta profusió regulatòria eleva la complexitat i els costos de compliment i és una amenaça per a la competitivitat. Per això, es fa imprescindible revisar el conjunt de regulacions existents per eliminar les duplicitats i normes obsoletes i assegurar que les que pervisquin estiguin d'acord amb les millors pràctiques internacionals.

### **Conclusions**

Com hem exposat, els mercats de valors són fonamentals per al bon funcionament d'una economia de mercat. Per tal que els mercats funcionin correctament i es protegeixi adequadament als inversors cal regular-los i supervisar-los.

Tot i els importants avenços produïts al llarg dels darrers anys, a nivell internacional hi ha sobre la taula importants reptes:

-La desregulació ha estat identificada com una de les causes de la recent crisi financera mundial, per això es esperable que la regulació vagi augmentant. De tota manera, cal evitar duplicitats i regulacions obsoletes que encareixen el cost de compliment i, per això, es fonamental generalitzar les millors pràctiques internacionals. En alguns països ha donat bons resultats l'acció supervisora feta en col·laboració amb les associacions o col·legis professionals del sector fomentant l'autocontrol. D'aquesta manera es redueixen les càrregues burocràtiques.

-Cal seguir treballant per tal de que els productes financers responguin cada cop millor a les necessitats dels clients i siguin distribuïts amb la màxima transparència.

-A nivell internacional cal que segueixin convergint les regulacions i cal millorar l'intercanvi d'informació entre els supervisors de diferents països. El repte es assolir els objectius dels supervisors amb un mercats i operadors que siguin competitius.

-També cal seguir aprofundint en les mesures que milloren la independència dels reguladors i supervisors respecte dels governs.

-L'acció supervisora ha de seguir prioritçant la prevenció per sobre de l'actuació sancionadora a posteriori quan ja s'ha fet el mal i apareixen les reclamacions dels clients.

-Les sancions han de ser dissuasives i s'ha de donar publicitat de les mateixes.

-Tot i els avenços aconseguits encara hi ha molt camp per recórrer per tal de millorar la formació dels consumidors de productes financers.

Finalment, cal seguir millorant la normativa comptable per tal de guanyar en transparència i la fiabilitat de la informació de les companyies cotitzades.

### **Referencias bibliogràfiques**

Aldama, E. (2003): *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, Madrid.

AMF (2015): *Rapport Annuel 2014*. Autorité des Marchés Financiers

Betancor, A. (2015): Agotamiento normativo, *Expansión*, 6 de maig.

CGE-ACCID (2015): *Manual d'anàlisi d'empreses cotitzades*. Consejo General de Economistas/Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció.

CNMV (2010): *Perspectivas de los mercados de valores: regulación y supervisión*. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

CNMV (2015): *Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas*. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

CNMV (2015): *Memoria de actividades 2014*. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Conthe, M. (2006): *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Madrid.

Demerjian, P, Lev, B, Lewis, M i McVay, S. (2013): Managerial ability and earnings quality, *The Accounting Review*, Vol.88, núm. 2, pp. 463-498.

Ernst & Young (2014): *Navigating today's complex business risks Europe, Middle East, India and Africa Fraud Survey 2013*, Londres: Ernst & Young.

FCA (2015): *Business Plan 2015/2016*. Financial Conduct Authority.

Hortalà, J. (2006): Crisis y auges en la Bolsa de Barcelona (1830-2006), *Cuadernos de Economía*, Vol. 29, pp.5-68.

IIMV (2014): *La protección del inversor en Iberoamérica*, Madrid: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores.

Kindelán, A., De Mesa, L. y Vera, M. (2009): *La supervisión financiera: funciones, modelos existentes y retos planteados por la crisis. La reforma europea*. Madrid: Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos.

Leuz, C, Nanda, D. and Wysocki, P. (2003): Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison, *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 505-527.

Llei 24/1988, de 28 de juliol del Mercat de Valors.

Comissió Europea (2004): *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) I*.

Comissió Europea (2014): *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II*.

Olivencia, M. (1998): *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades: el gobierno de las sociedades cotizadas, Madrid.

Pérez, J. (2015): *La regulación financiera: solución o problema*. Papeles de la Fundación, nº 58, Madrid: Fundación de Estudios Financieros.

PWC (2014): *Global Economic Crime Survey 2014: Accounting Fraud*, PriceWaterhouseCoopers.

UNACC (2011): *El sistema financiero y el gobierno corporativo*, Madrid: Unión Nacional de Cooperativas de Crédito.