



Comparecencia de D. Julio Segura, Presidente de la CNMV, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados

11 de junio de 2008

Introducción

El objeto de mi comparecencia es dar cumplimiento a la obligación señalada en el art. 13 de la LMV según el cual el Presidente de la CNMV comparecerá anualmente ante esta Comisión para dar cuenta del “desarrollo de actividades y situación de los mercados financieros”.

Como es obvio, resulta imposible dar cuenta detallada de cada una de las actividades realizadas por la CNMV. Todas ellas se encuentran explicadas con detalle en el Informe y, por supuesto, contestaré con gusto, en la medida de mis posibilidades, a cuantas preguntas quieran hacerme sobre los aspectos concretos que consideren oportuno.

En consecuencia, haré una presentación con arreglo al siguiente esquema.

En primer lugar, trataré de explicar el marco económico-financiero en que se ha desarrollado la actividad de la CNMV en 2007, haré una sucinta descripción de las tendencias observadas en los mercados financieros internacionales y evaluaré el impacto sobre las entidades directamente supervisadas por la CNMV de la crisis financiera mundial. De todo este análisis cabe extraer algunas conclusiones sobre la importancia de la transparencia y de la cooperación internacional.

En segundo lugar, haré una descripción más precisa de las tendencias de los mercados y de la prestación de servicios de inversión en España a lo largo de 2007 lo que, en términos de la actividad de la CNMV, afecta a las áreas de autorización y registro de entidades y emisiones.

La tercera parte la dedicaré a explicar las actividades de supervisión y actuaciones disciplinarias de la CNMV en 2007 y los criterios seguidos en las mismas lo que, en términos de actividad, afecta a las áreas de mercados secundarios, vigilancia de mercados, información financiera y buen gobierno de los emisores y supervisión de entidades.

La cuarta y última parte estará dedicada a comentar las actuaciones en el área de protección del inversor.

En cada punto describiré en términos agregados las actividades de la CNMV, explicaré las áreas de actuación seleccionadas como preferentes, los criterios y énfasis relativos y, en algunos casos, apuntaré posibles mejoras de la eficacia supervisora de la CNMV cuya implementación requeriría modificaciones del marco regulador.

El marco económico y financiero

El año 2007 fue, desde el punto de vista de la actividad de la CNMV, un año peculiar marcado por dos elementos. El primero y fundamental, la eclosión a mediados de año de la crisis hipotecaria estadounidense y su posterior desarrollo. El segundo, las numerosas modificaciones regulatorias, culminación del Plan de Acción de Servicios Financieros (FSAP), en particular, las derivadas de la transposición de las Directivas de Transparencia, de Adecuación de Capital, de opas, la normativa contable y de la Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros (conocida como MiFID).

Los mercados financieros internacionales siguieron en el primer semestre la tendencia expansiva de años anteriores pero, en los meses centrales del año, el aumento de los impagos en el segmento de hipotecas de alto riesgo en EEUU, en un contexto de descenso de los precios en el sector inmobiliario de dicho país, inició un largo periodo de turbulencias financieras que persisten en el momento actual.

La crisis se manifestó inicialmente en una pérdida de valor de los instrumentos relacionados con la titulización de los activos hipotecarios y, por tanto, en pérdidas cuantiosas en las entidades que invertían en ellos. La situación propició revisiones significativas de las calificaciones otorgadas por las agencias de rating, que no siempre actuaron de forma diligente, a determinados productos financieros estructurados y problemas de solvencia para las entidades aseguradoras del riesgo crediticio de estas emisiones (monoline).

Las turbulencias generadas por la crisis de las hipotecas subprime han tenido dos características singulares que resultan relevantes desde la perspectiva de un supervisor de mercados.

La primera es el acusado efecto contagio. Problemas inicialmente originados en un segmento limitado del mercado hipotecario estadounidense se propagaron rápidamente a instrumentos financieros muy diferentes y terminaron afectando con intensidad a entidades sin exposición directa al riesgo de las hipotecas subprime.

La segunda característica ha sido la drástica reducción de las transacciones en algunos mercados financieros mayoristas. En particular, se produjo una intensa disminución de las operaciones en el mercado interbancario, sobre todo en los plazos medianos y largos, como consecuencia de la incertidumbre sobre la exposición real de las entidades a los instrumentos ligados a las hipotecas subprime. Asimismo, la contratación en los mercados primarios de renta fija privada, singularmente los de productos estructurados como los bonos de titulización de activos, se redujo al mínimo. Pese a que en Europa, las operaciones de inyección de liquidez del BCE contribuyeron a mitigar los efectos de la falta de actividad de los mercados, los tipos de interés de los depósitos interbancarios y de diversos instrumentos de renta fija privada se mantuvieron en niveles muy elevados. En concreto, el Euribor a un año cerró el ejercicio en el 4,7%, lo que implica 72 puntos básicos (pb) más que el nivel alcanzado un año antes.

Las dificultades de liquidez de los mercados más afectados por la crisis han continuado siendo patentes en los primeros meses de 2008. Aunque todavía no se aprecian señales inequívocas de normalización, la moderación de las primas de riesgo en los mercados de deuda privada y la reanudación de las emisiones de algunos instrumentos por parte de las entidades bancarias, entre las que se encuentran algunas españolas, constituyen signos positivos.

Por su parte, las bolsas se mantuvieron relativamente firmes a lo largo del año, aunque experimentando significativos retrocesos en los primeros meses de 2008 y un importante incremento de la volatilidad.

Tras el primer impacto de la crisis de las hipotecas subprime, la CNMV realizó, en el mismo verano de 2007, diversos controles para evaluar sus efectos sobre las entidades directamente supervisadas y adoptar, en su caso, las medidas oportunas. Los controles pusieron de manifiesto que la incidencia directa de la crisis era marginal, lo que no obstó para mantener un estrecho seguimiento de las entidades con objeto, principalmente, de calibrar el impacto sobre las mismas de los problemas de iliquidez que afectaban a determinados segmentos de los mercados de renta fija.

Los resultados de los controles efectuados desde el inicio de la crisis se pueden resumir en dos grupos.

En el ámbito de las instituciones de inversión colectiva, (IIC) únicamente 14 productos (nueve fondos de inversión y cinco SICAV) tenían en su cartera activos afectados por la crisis hipotecaria estadounidense, con un valor total que representaba menos del 0,02% del patrimonio total de IIC en agosto de 2007. Un dato que la CNMV hizo público el 23 de agosto, adelantándose a todos los supervisores europeos, para paliar la incertidumbre sobre la situación que la falta de información había producido en los mercados. De las IIC españolas afectadas, sólo una se vio obligada a realizar reembolsos parciales al tener invertido más del 5% del patrimonio en una IIC extranjera que suspendió suscripciones y reembolsos. En los casos en los que la inversión era inferior al 5%, la CNMV instó a las SGIIC a que publicasen un hecho relevante, garantizando la máxima transparencia a los partícipes actuales y potenciales.

El análisis de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión, que es donde el volumen de productos potencialmente menos líquidos es mayor, puso de manifiesto que el porcentaje de patrimonio con escasa liquidez era modesto, superando apenas el 6%. Esta limitada exposición general a instrumentos de difícil transferibilidad, junto con la elevada disponibilidad de activos muy líquidos, como depósitos y repos, cuyo peso en el patrimonio de los fondos oscila entre el 15% y el 18% del total, ha permitido al conjunto de las IIC españolas afrontar la reducción generalizada de liquidez en los mercados de renta fija con un amplio margen de maniobra.

Las empresas de servicios de inversión (ESI) no se vieron afectadas de forma directa por la crisis, debido al escaso peso de los instrumentos financieros más afectados en su cartera de negociación por cuenta propia. Por otra parte, su actividad más importante, la prestación de servicios de inversión, no se ha resentido, por el momento, de la situación financiera descrita. En todo caso, el adecuado funcionamiento de los sistemas de control de riesgos de las ESI cobra una especial relevancia en este contexto, sobre todo en materia de riesgo de crédito y riesgo de liquidez, por lo que la CNMV ha efectuado en 2007 un especial seguimiento de estas entidades.

La reflexión fundamental para un supervisor de mercados de todo lo expuesto hasta aquí parte de la constatación de que la crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto algunas deficiencias relevantes en el funcionamiento de los mercados financieros. Lo que inicialmente se manifestó como una crisis limitada a una modesta parte del sector hipotecario estadounidense y que, en consecuencia, afectaba de forma directa sólo a las entidades que habían concedido dichas hipotecas, se propagó con extremada rapidez a entidades localizadas en otros países y que, en muchos casos, no estaban expuestas directamente a dicho riesgo, generando, por lo tanto, una crisis de confianza que se extendió por el sistema financiero internacional. Esto conduce al menos a dos conclusiones. La primera y fundamental es que la crisis de confianza pone de manifiesto un déficit de transparencia que debe corregirse. La segunda es que el alcance de las turbulencias sugiere la necesidad de reforzar los mecanismos de cooperación internacional entre supervisores y reguladores para mejorar el funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero mundial.

En este contexto, uno de los ejes que ha guiado la actuación de la CNMV en 2007 ha sido la mejora de la transparencia, tanto por imperativo legal, al ser ésta uno de los tres objetivos encomendados por la LMV, como por ser un elemento fundamental en el cumplimiento de los otros dos: el correcto funcionamiento de los mercados y la protección del inversor.

La mejora de la transparencia, en la situación actual, se manifiesta en tres áreas de la actuación externa de la CNMV. La primera, asegurar la difusión de información fiable sobre la situación real de las empresas emisoras de valores. La segunda, vigilar que tanto los emisores como los intermediarios e inversores institucionales supervisados mantienen procedimientos adecuados de valoración de sus instrumentos de activo y pasivo, incluso cuando se reduce la actividad de los mercados en que estos instrumentos se negocian. Por último, conocer con precisión y procurar la adecuada difusión de las características relevantes de los productos financieros, sobre todo, aunque no exclusivamente, las de aquellos dirigidos a minoristas.

Pero, además de ser la mejora de la transparencia un objetivo de la CNMV, es la aportación esencial que ésta puede hacer a la vigilancia y adecuada gestión de una situación como la descrita en los mercados financieros. Las competencias en materia de estabilidad sistémica de la CNMV son limitadas, circunscribiéndose, esencialmente, a la solvencia de las ESI –que representan tan solo un 0,4% del total de patrimonios gestionados por el sistema financiero– y a la vigilancia de las plataformas de negociación y post-contratación. Por lo tanto, el instrumento de que dispone la CNMV para aumentar la confianza en los mercados es la puesta a disposición de los agentes que en ellos operan de toda la información posible sobre la situación real de las empresas afectadas, sobre el valor razonable de los activos carentes de referencia de mercado y sobre los riesgos incorporados en los activos financieros complejos.

Respecto a la actividad internacional, que afecta con carácter horizontal al 10% de su plantilla, la CNMV ha intensificado su aportación al trabajo de los organismos supervisores, fundamentalmente CESR y IOSCO, en todos los temas relativos a iniciativas reguladoras, supervisión y estabilidad. Como muestra del reconocimiento de esta actividad, baste decir que, desde enero de 2008, un consejero de la CNMV es Presidente del CESR-Fin, uno de los dos comités permanente de CESR, una Directora lo es del subgrupo de intermediarios de CESR para temas MiFID y un Director del Surveillance and Intelligence Group del CESR-Pol. Una mayor representación que hace un año, lo que debe valorarse teniendo en cuenta que la máxima dificultad para lograr posiciones estables de alta responsabilidad en los organismos internacionales es el cambio frecuente de sus representantes.

La evolución de los mercados y emisores españoles.

Los mercados financieros españoles siguieron en 2007 un comportamiento similar al observado en los principales mercados internacionales.

Las emisiones brutas de deuda pública nacional disminuyeron un 11,7% respecto a 2006, con un cambio en su composición por instrumentos a favor de las letras del Tesoro. Las rentabilidades se mantuvieron por encima de los niveles alcanzados al cierre de 2006, incluyendo la corrección del segundo semestre. Pese a ello, la negociación de contado en el mercado secundario de deuda pública experimentó un moderado incremento derivado de la preferencia de los inversores por aumentar el peso en sus carteras de activos de mayor calidad y liquidez.

En los mercados de renta fija privada, la crisis de las hipotecas subprime dio lugar a un considerable aumento de las primas de riesgo de crédito, incluso para los emisores de mayor calidad crediticia, desde los 20 pb de agosto de 2007 hasta más de 80 pb en las primeras

semanas de 2008, y a una reducción de la liquidez de los mercados, incluido el de bonos de titulización de activos bancarios.

Esto se tradujo en una moderación sustancial de las emisiones en el último trimestre de 2007 y el primero de 2008, con un apreciable cambio en su composición. En concreto, en 2007, se apreció un fuerte descenso de las emisiones de cédulas hipotecarias, territoriales, bonos y obligaciones; un aumento de las emisiones de pagarés de empresa similar al de 2006 (32%) y un importante crecimiento de los bonos de titulización (54%). Debe señalarse que, durante dicho período, las emisiones de bonos de titulización fueron principalmente adquiridas por las propias entidades cedentes de los préstamos, con el objeto de dotarse de una cartera de activos líquidos susceptibles de eventual enajenación en el mercado o de utilización como garantía en la financiación a través del Eurosistema. Por lo tanto, estas emisiones reúnen condiciones singulares que, a instancias de la CNMV, aparecen detalladas en el correspondiente folleto con objeto de asegurar su transparencia.

En el ámbito de la renta variable, el primer semestre mantuvo la tendencia alcista en los precios de las acciones. En el segundo semestre, sin embargo, tuvieron lugar correcciones en los precios que fueron especialmente intensas en los sectores financiero e inmobiliario. En su conjunto, el IBEX 35 cerró el ejercicio con un aumento del 7,3%, una rentabilidad apreciable aunque claramente inferior a la de 2006. No obstante, como suele suceder en situaciones de fuerte incertidumbre, los valores de pequeña y mediana capitalización sufrieron una mayor penalización que los grandes valores.

También se produjo un aumento notable de la contratación en 2007, del 43,9%, aunque haya descendido con cierta intensidad en los primeros meses de 2008. En términos de capitalización, el aumento se situó en el 5,2%, algo inferior al de las cotizaciones, debido a que el valor resultante de las exclusiones de empresas y del traslado de muchas SICAV al Mercado Alternativo Bursátil superó el incremento de valor derivado de las admisiones a cotización y del aumento de emisiones. La volatilidad de los mercados, que partía de unos niveles históricamente reducidos, marcó un máximo en enero de 2008 y, posteriormente, se ha reducido en línea con el comportamiento de otras bolsas de referencia.

En el ámbito de los mercados de renta variable, dos tipos de operaciones merecen especial atención: las admisiones a cotización y las ofertas públicas de adquisición (opas).

En 2007 se produjo la admisión a cotización de 10 nuevas sociedades por medio de ofertas públicas de venta (opv) o de suscripción (ops). El número coincide con el de 2006, pero el montante total de las operaciones triplicó el de dicho año debido, principalmente, al elevado importe de dos ops, las de Iberdrola Renovables (4.070 millones de euros) y Criteria CaixaCorp (3.848) que representaron el 75% del valor total.

El tema de las salidas a bolsa es importante porque ha dado lugar a una reflexión global de la CNMV, iniciada en mayo de 2007, sobre las condiciones de admisión y permanencia. El objeto de la reflexión ha sido el de las condiciones que aseguran una difusión suficiente de los títulos, requisito indispensable para que el mercado funcione correctamente. La condición estándar, derivada de la transposición de una Directiva comunitaria, es que exista un free float no inferior al 25%, pero los organismos supervisores de mercados, la CNMV en nuestro caso, están habilitados para eximir de este límite si consideran que las condiciones de difusión son suficientes con un free float inferior. En las dos ops mencionadas, la CNMV aceptó free floats del 20% en atención a la cuantía de las operaciones y otras condiciones que permiten asegurar unos niveles suficientes de frecuencia de la contratación y liquidez.

Una cuestión relacionada es ¿qué ocurre cuando un valor cotizado, como resultado de la evolución de la negociación, mantiene establemente un free float claramente inferior al 25%?

El tema no es baladí, porque niveles de difusión insuficientes hacen que aumente el riesgo de manipulación de las cotizaciones, dificultan que las mismas reflejen el valor real de las compañías y, en consecuencia, impiden que el mercado funcione correctamente. Con independencia de que pueda resultar pertinente algún cambio regulador, corresponde, en primera instancia, a la sociedad propietaria de las infraestructuras de mercado, BME, modificar cuanto antes el Reglamento de Bolsas, que data en esta materia del año 1967, con el fin, entre otros objetivos, de asegurar que todas las acciones admitidas a cotización mantienen una adecuada difusión y son negociadas con la suficiente frecuencia.

El tema de las opas es de interés por el cambio que supuso la entrada en vigor en agosto de 2007 de la Ley 6/2007 de reforma de la LMV que transponía la Directiva 2004/25/CE relativa a opas, cuyo desarrollo reglamentario se materializó en el RD 1066/2007.

La principal novedad es la sustitución del antiguo sistema de opa previa e intencional a priori por el de opa a posteriori obligatoria por quien alcanza un 30% de los derechos de voto de una sociedad cotizada o designa la mayoría de los miembros del Consejo de Administración. Esta opa es por la totalidad, desapareciendo las opas parciales obligatorias, ha de ser formulada a un precio equitativo, modificable por la CNMV en circunstancias tasadas, y es no condicional. Otra novedad, aparte el régimen transitorio para participaciones entre el 30 y el 50% a la entrada en vigor de la ley y los mecanismos de defensa ante una opa, es la introducción de mecanismos de compra y venta forzosa cuando el opante alcance más del 90% de los derechos de voto. Las novedades en el ámbito de ofertas competidoras también son relevantes, pues se amplían las posibilidades de mejora de precio, se permite la concertación con terceros y se regula la posibilidad de adquisición de acciones de la sociedad afectada por parte del oferente.

En lo relativo a la actividad, en 2007 se autorizaron 16 opas, dos más que en 2006, 11 con la antigua regulación y 5 con la nueva, creciendo el importe total de los 19.000 a los 43.000 millones de euros, debido a la importancia de las de Enel y Acciona sobre Endesa (23.000 millones de euros) y de la de Imperial Tobacco sobre Altadis (12.600) que explican el 82% del valor total. Adicionalmente, estas opas presentaron la particularidad de presentarse en dos jurisdicciones distintas: la estadounidense en el caso de Endesa y la francesa en el de Altadis.

Por último, un tema relevante en el contexto de la transparencia. Entre las emisiones realizadas han destacado, por su cuantía, algunas de productos complejos destinadas a inversores minoristas. En estos casos, y aunque se trataba de una situación pre-MiFID, ya que la aplicación de la misma fue exigible a partir del 1 de noviembre, la CNMV extremó las exigencias al emisor en dos aspectos. El primero, de transparencia, instando a la entidad emisora a publicar un tríptico, aparte del folleto reducido, en el que aparecieran las principales características de la emisión, tales como su grado de liquidez real, y que destacase, con ejemplos numéricos, al menos dos casos de rentabilidades, uno de los cuales tenía que cuantificar las posibles pérdidas bajo hipótesis especialmente desfavorables. El segundo, de prácticas de comercialización, instando al emisor para que los suscriptores leyeran y firmaran el tríptico y realizando una inspección especial para comprobar el cumplimiento de esta exigencia. Práctica que, a partir de ese momento, la CNMV aplicará siempre que se produzca la colocación de instrumentos novedosos o complejos entre inversores minoristas.

Llegado este punto, permítanme dar algunos indicadores de eficiencia en el área de mercados. En todos los expedientes de emisiones se han reducido significativamente los tiempos medios: en renta variable el 19% (de 58 a 47 días), en pagarés el 17% (de 29 a 24 días), en renta fija el 27% (de 30 a 22 días). Los expedientes de admisión tardaron un 11% más de tiempo, excepto en el caso de warrants en que el ahorro fue del 40%. Para el conjunto de

estas actividades, la carga de trabajo de 2007 ha supuesto un ahorro del 37% del tiempo de autorización respecto a 2006.

En lo que respecta a los servicios de registro, contrapartida, compensación y liquidación, las dos plataformas gestionadas por Iberclear reflejaron la evolución de los mercados de referencia.

En este ámbito lo más relevante es la intensificación del proceso de integración europea de las plataformas de compensación y liquidación, donde cabe destacar tres aspectos. El primero, la transposición de la MiFID que, al acabar con el principio de concentración de la negociación de renta variable en las bolsas, obliga a desarrollar procedimientos de compensación y liquidación para operaciones que se realicen en otros ámbitos de negociación. El segundo, el Código de Conducta, destinado a promover la competencia e interoperabilidad de las infraestructuras de negociación y postcontratación. Por último el proyecto Target 2 Securities promovido por el Eurosistema.

El significativo impacto que estas iniciativas tendrán sobre la postcontratación de valores en Europa, condujo a la elaboración de un informe conjunto CNMV-Banco de España –el primero elaborado por supervisores europeos sobre el tema- publicado en diciembre de 2007, en el que se apuntan las oportunidades estratégicas que el nuevo marco proporciona y las medidas más adecuadas para que la plataforma española pueda adaptarse y competir en mejores condiciones. En concreto, el informe propone el estudio pormenorizado de cuatro iniciativas: el trasvase de los procesos de identificación de operaciones y sus titulares de las bolsas a Iberclear; la modificación del seguimiento numérico de titularidades; la modificación del momento de la firmeza de las operaciones de renta variable y la consecuente evaluación de la viabilidad de establecer una cámara de contrapartida central para la renta variable en España.

En lo que respecta a los mercados de productos derivados, su actividad creció un 8,3% en 2007, favorecida por el aumento de la volatilidad en el segundo semestre y el crecimiento de la liquidez derivado de la incorporación de nuevos miembros al mercado. Un año más, los futuros sobre acciones españolas fueron el producto más negociado, aunque con un modesto incremento del 0,3%, indicativo de la fuerte competencia que en este segmento sufre MEFF de otros mercados europeos, como Eurex y Euronext. Por su parte, las opciones sobre acciones experimentaron un incremento cercano al 10%.

Por último, cabe señalar que el mercado primario de warrants experimentó un fuerte aumento de las primas del 73,4%, especialmente centrado en los warrants sobre materias primas, que se cuadruplicaron, y sobre índices, que se duplicaron.

Por lo que respecta a las entidades, los registros de la CNMV incluían a finales de 2007 un total de 6.296 instituciones, 290 más que en 2006. Dada su muy variada tipología, sólo señalaré las tendencias fundamentales que pueden sintetizarse en el notable crecimiento de los hedge funds, si bien sólo representan el 0,4% del total patrimonio de IIC; el práctico estancamiento de los IIC inmobiliarias frente a tasas de crecimiento del 35% en 2006 y mayores en años anteriores; el aumento de los fondos negociados (ETF) registrados, que pasaron de 5 a 21, y un incremento apreciable del número de SICAV registradas que, en 2007, alcanzó las 3290.

Lo más significativo, por tanto, es el impulso del sector de inversión libre. En 2007 se autorizaron 22 entidades gestoras y, añadiendo las de 2008, en estos momentos existen 47 autorizadas, lo que representa el 40% del total de SGIIC. En términos de productos, en 2007 se lanzaron 46 nuevos, lo que permite afirmar que el sector de hedge funds ha experimentado un claro avance en su consolidación.

Respecto a la prestación de servicios de inversión, como ya he señalado, la crisis de los mercados financieros de la segunda mitad de 2007 no ha repercutido significativamente en el rendimiento y la solvencia de las empresas sujetas a la supervisión prudencial de la CNMV, que se mantuvieron en niveles elevados. Los beneficios se incrementaron con carácter general para todos los tipos de entidades e incluso los ingresos por comisiones con mayor peso en su cuenta de resultados (por compraventa de valores) crecieron notablemente debido al incremento de la contratación provocado por el aumento de la incertidumbre en los mercados. Otros ingresos, como los relacionados con la industria de inversión colectiva o las emisiones en los mercados primarios, sí se vieron más afectados.

El sector de la inversión colectiva, supo hacer frente a un ejercicio en 2007 bastante complejo. A partir del tercer trimestre, los reembolsos fueron intensificándose, lo que provocó una disminución del patrimonio de los fondos de inversión de un 5,6% respecto 2006, algo que no sucedía desde 2003.

Y permítanme, de nuevo, datos sobre la eficiencia de la CNMV en materia de autorización y registro. En el año transcurrido entre abril de 2007 y abril de 2008, con un 10% menos de plantilla a lo largo de 2007, el número de autorizaciones pendientes se redujo de 2.993 a 1.242 (un 58%), pese a que la tasa de entradas mensual creció un 28%. Por tanto, si tomamos abril del 2007 como base de eficiencia (=100), el índice de abril de 2008 sería 222, habiéndose logrado la igualdad entre la tasa de entradas y de autorizaciones resueltas, por lo que el stock de las mismas puede decirse que ha alcanzado ya su equilibrio.

Política supervisora.

Comenzaré por la información financiera y de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. En ambos casos, el Informe que obra en su poder se refiere al ejercicio completo de 2006, ya que las sociedades disponen de un plazo hasta el 30 de abril para presentar la información financiera de 2007 y hasta el 30 de mayo para presentar su información sobre gobierno corporativo. Les hablaré, por tanto, de las tendencias y problemas detectados con una primera revisión parcial de la información relativa a 2007.

Se ha recibido ya un alto porcentaje de informes de auditoría sobre las cuentas del 2007 y, con los datos disponibles, se constata que el porcentaje de informes con salvedades de auditoría se reduce por debajo del 4%, la cifra más baja desde la creación del registro oficial de auditoría de cuentas en 1989. No obstante es significativa la distinta tipología de las salvedades recibidas, ya que aumentan, hasta los niveles anteriores a 2005, las salvedades por incertidumbres, relacionadas con situaciones cuyo desenlace final no se puede estimar, de las que las más comunes son las incertidumbres de continuidad de negocio, una parte importante de las cuales corresponden al sector inmobiliario.

Esto se relaciona con los problemas de valoración de activos inmobiliarios, tema en el que la CNMV adoptó en 2007 una posición activa, manteniendo una serie de reuniones con los agentes involucrados de las que salieron un conjunto de recomendaciones al sector. En el caso de las sociedades de valoración, las recomendaciones se refirieron a la implantación de procedimientos internos que permitan asegurar su independencia y la detección de posibles conflictos de interés, a la fijación de tarifas independientes del valor del inmueble y a la aplicación de las normas internacionales de valoración y contabilidad cuando la finalidad del informe sea su uso externo. De igual forma, se remitieron a las compañías inmobiliarias cotizadas recomendaciones relativas al desarrollo de procedimientos internos de selección y contratación de las sociedades de valoración que aseguren su independencia, a la no concentración de los servicios de valoración, a la necesidad de cumplir los desgloses de

información exigidos por las NIIF y a lograr una mayor implicación de los Comités de Auditoría en el proceso de selección y evaluación del trabajo de las sociedades de valoración.

Respecto a las prácticas de gobierno corporativo, del análisis relativo a las compañías del IBEX 35 se deducen ciertos avances en 2007, que es el primer año en que se aplica el Código Unificado bajo el principio de cumplir o explicar, aunque no son estadísticamente significativos. El grado de cumplimiento de las recomendaciones en su conjunto es elevado, pero también es cierto que el de algunas muy relevantes no es generalizado.

Como aspecto positivo cabe destacar que un alto número de empresas han modificado sus reglamentos internos para introducir recomendaciones y definiciones vinculantes del Código, lo que implica una voluntad de seguimiento estable de las mismas, incluida la definición de consejeros independientes. Aunque se observa una ligera disminución, del 1,4%, de consejeros independientes en las empresas del IBEX entre 2007 y 2006, los ahora calificados como tales cumplen una definición común, lo que garantiza una mayor calidad de su independencia.

Se observa también un elevado número de incidencias en la información remitida a la CNMV. Al día de la fecha se ha revisado el 38% de los Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) de las compañías y se han detectado incidencias en dos tercios de ellas. Las rectificaciones se difunden en la página web de la CNMV y las más significativas también como hecho relevante.

Antes de entrar en la descripción de los rasgos fundamentales de la actividad supervisora de mercados y entidades de la CNMV en 2007, querría hacer una reflexión sobre la estrategia que ha guiado esta actividad.

Tanto el limitado contenido sistémico de la supervisión de la CNMV ya comentado, como el hecho de que el colectivo de agentes supervisados supere los 8.000 y el de operaciones los 63.000 millones anuales, obliga a que la CNMV aplique sus recursos supervisores de manera proporcionada y guiada por el riesgo.

Para ello, la CNMV elabora un mapa periódico de riesgos de las entidades teniendo en cuenta tanto la información financiera de las mismas como variables macroeconómicas y sectoriales, formulando sobre la base de dicho mapa un plan semestral de inspección que prima la supervisión horizontal de conductas generalizadas de alto riesgo sobre la supervisión exhaustiva de empresas individuales. En el área de mercados, la CNMV cuenta con un sistema de alarmas que detecta movimientos inusuales de las cotizaciones que son sometidos a análisis. Además, se investigan todas las operaciones alrededor de cualquier movimiento societario y, con el cambio de regulación de los hechos relevantes derivado de la Directiva de Transparencia, se ha comenzado a prestar especial atención a la publicación de hechos relevantes posteriormente desmentidos que puedan constituir indicios de manipulación de mercado.

En síntesis, la estrategia supervisora de la CNMV implica énfasis en comportamientos que: i) impliquen un riesgo elevado para el funcionamiento de los mercados, ii) afecten en cuantía y número relevante a los inversores y iii) cuya persecución traiga consigo efectos disuasorios sobre los agentes, lo que señala aspectos tales como la información privilegiada, la manipulación de mercado, las prácticas de comercialización o la transparencia de los folletos de emisiones y operaciones societarias.

Con estos criterios, la supervisión de mercados de la CNMV se ha centrado en la detección de prácticas de manipulación de precios o de uso de información privilegiada y en la diseminación de información por medio de hechos relevantes. A fines de enero la CNMV sometió a consulta pública un conjunto de actuaciones preventivas contra el abuso de

mercado englobadas en la llamada Iniciativa contra el Abuso de Mercado. Tras la consulta, se crearon dos grupos de trabajo, uno sobre información relevante y otro sobre autocartera y operaciones de bloques. El primero elaboró un documento, que será la base para el desarrollo normativo sobre información relevante una vez que la CNMV obtenga la habilitación para ello. Las conclusiones del segundo grupo quedaron plasmadas en dos documentos. El primero la Circular 3/2007 sobre contratos de liquidez y el segundo la publicación de criterios sobre operaciones de bloques (block trade). A lo largo de 2008 se completarán los desarrollos normativos correspondientes a comunicación de operaciones sospechosas, el protocolo de actuación de la CNMV ante anomalías de precios y la elaboración de la guía para la transmisión a terceros de información privilegiada en los plazos hechos públicos en octubre de 2007 el Plan de Actividades de la CNMV 2007-2008.

En 2007 la CNMV analizó un 44,5% más de operaciones que en 2006, en su gran mayoría de renta variable. Las actividades de supervisión de mercados se centraron en los hechos relevantes, sujetos a nueva regulación por la Directiva de Transparencia y relacionados con la suspensión temporal de cotización, la vigilancia de operaciones de volúmenes significativos, el seguimiento y supervisión de la estabilización de opv y ops, el estudio pormenorizado de las entradas y salidas de valores en el IBEX 35, la vigilancia de los mercados de renta fija y de productos derivados y la actividad de registro de préstamo de valores y de liquidación realizada por Iberclear.

En lo que respecta a la supervisión de entidades, la CNMV afrontó en 2007 una profunda revisión de sus sistemas para adaptarlos al nuevo contexto regulatorio caracterizado por la transposición de las Directivas MiFID y de Adecuación de Capital y por la adaptación al Nuevo Plan General Contable de los planes sectoriales de las entidades supervisadas y de los correspondientes desgloses de información.

La MiFID amplía las normas de conducta de entidades que prestan servicios de inversión, entre las que se incluyen las entidades de crédito, establece nuevos requisitos organizativos y aumenta de forma significativa el número de sujetos supervisados al introducir una nueva categoría de empresa de servicios de inversión: las empresas de asesoramiento financiero.

Por su parte, la Directiva de Adecuación de Capital supone una modificación del régimen de solvencia. También resulta afectado, aunque de manera más limitada, el régimen de supervisión, inspección y sanción de las entidades.

La CNMV ha revisado sus procesos y procedimientos de supervisión, poniendo un énfasis especial en la supervisión preventiva y en la autodisciplina de las entidades.

En consonancia con este planteamiento estratégico, los focos de atención de la supervisión de entidades en 2007 se han centrado en:

- 1) la evaluación de los procedimientos y mecanismos de control interno de las entidades;
- 2) la detección de posibles conflictos de interés en su operativa;
- 3) el seguimiento de los procesos de comercialización de instrumentos financieros entre clientes minoristas;
- 4) los controles sobre la suficiencia de los medios humanos y materiales de las entidades y
- 5) la comprobación de la existencia de mecanismos adecuados de protección de los activos de los clientes.

Además, en 2007 se inició la supervisión in situ de las SGIIC de inversión libre con especial atención a los sistemas de medición y control de riesgos y a los procedimientos para la evaluación y análisis de las inversiones que realizan las IIC de inversión libre.

Un tema particular merece unas palabras: la supervisión de la retrocesión de comisiones de IIC y la compensación a inversores. Durante 2007 la CNMV ha logrado que se realizaran compensaciones para resarcir a los inversores del perjuicio ocasionado por las malas prácticas identificadas por un valor de 10 millones de euros, con la consiguiente publicación de hechos relevantes explicativos de la mala práctica y de la adopción de medidas correctoras. Lo que me parece especialmente relevante habida cuenta de que la CNMV carece de capacidad legal para exigir la restitución del daño causado. En un caso en que no se logró este objetivo, se impuso a una entidad una multa de 1 millón de euros por infracción grave.

Actuaciones disciplinarias y política sancionadora.

Durante 2007 la CNMV acordó la incoación de 4 nuevos expedientes sancionadores en que se imputaban 5 presuntas infracciones por uso de información privilegiada y una por obstrucción a la labor supervisora de la CNMV. Y se concluyeron 9 que incluían un total de 15 infracciones, 3 por información privilegiada, 2 por prestación de servicios financieros sin autorización, 3 por vulneración de normas aplicables a IIC y el resto por suministro de información contable incorrecta. Estos expedientes implicaron la imposición de 17 sanciones, de las que 3 fueron de inhabilitación y 14 de multa, por un total de 18,6 millones de euros. Asimismo, en 2007, la CNMV dio publicidad a 14 sanciones por infracciones graves o muy graves, incluyéndolas en el registro público, una vez ganaron firmeza en vía administrativa, medida que se ha mostrado en el pasado muy eficaz para disuadir incumplimientos futuros.

Aparte de que el número de expedientes incoados no es un indicador significativo de actividad sancionadora al no tener en cuenta ni la complejidad de los expedientes, ni el número y clase de infracciones que incluyen, ni el efecto disuasorio de los mismos, ni el tiempo dedicado a la investigación previa, daré algunos datos más recientes que indican la tendencia creciente de esta actividad. Si bien es cierto que en el año 2007 se incoaron 4 expedientes, en los 5 primeros meses de 2008 ya se han incoado 6 y se han solicitado 3 dictámenes de legalidad para abrir otros tantos.

Hasta aquí las estadísticas, pero querría además compartir con sus señorías unas reflexiones sobre ciertos aspectos obsoletos de la regulación existente que limitan la eficacia de la política sancionadora de la CNMV.

Como toda pieza legislativa relativa al mundo financiero con 20 años de existencia, la LMV presenta, pese a sus numerosas modificaciones parciales, algunas insuficiencias susceptibles de mejora.

La primera, de carácter muy general, es la conveniencia de que su contenido cumpla el principio de sencillez o, expresado en otros términos, las ventajas que reportaría que la LMV regulara principios más que entrar en precisiones muy detalladas. Las normas financieras excesivamente detalladas pueden evadirse con facilidad en un mundo altamente liberalizado, por lo que sería más eficaz dejar el desarrollo puntual de los principios legales a Decretos, Órdenes Ministeriales, Reglamentos y Circulares que permiten una adaptación más rápida a los cambios de las circunstancias.

La segunda se relaciona con los instrumentos de que dispone la CNMV para perseguir conductas inadecuadas. El instrumento fundamental es la toma de declaración de los presuntos implicados, lo que conduce a que solo en caso de autoinculpaciones voluntarias – inexistentes salvo error, como cabe suponer – las pruebas obtenidas son indiciarias, lo que hace que su solidez para sancionar esas conductas sea muy limitada. La disponibilidad de los instrumentos reconocidos a la Comisión Nacional de la Competencia, constituiría un avance indudable.

La tercera posible mejora se refiere a las sanciones y tipificación de faltas. En primer lugar, la LMV no reconoce el principio de resarcimiento del daño, lo que plantea un problema de equidad: es posible multar un comportamiento inadecuado, pero no existe capacidad legal para exigir que se devuelva el daño causado a quienes lo ha sufrido. En segundo lugar, las faltas graves –no las muy graves- solo pueden ser sancionadas con una cuantía equivalente a lo indebidamente obtenido, lo que implica un incentivo a su comisión. En tercer lugar, no existe un sistema ágil de sanciones semiautomáticas o multas para incumplimientos estandarizados como pueden ser, por ejemplo, la no contestación a los requerimientos de información de la CNMV, el retraso en comunicaciones preceptivas o la superación del tiempo máximo concedido para alcanzar los niveles de recursos propios mínimos.

Protección del inversor.

Durante 2007 la CNMV ha diseñado y puesto en marcha un plan estratégico para la mejora de la formación, información y protección de los consumidores de servicios financieros. La actividad desplegada se sintetiza en tres líneas.

La primera, relativa a reclamaciones y consultas atendidas a través de la Oficina de Atención al Inversor, ha experimentado un ligero descenso de las reclamaciones, siendo los temas estrella las incidencias por tramitación de órdenes, la comercialización de productos financieros complejos y las incidencias en los traspasos entre fondos de inversión. También se ha observado un notable aumento de las consultas, centrado en las operaciones corporativas y en la aplicación de la MiFID.

En segundo lugar, respecto a la publicidad financiera, la CNMV ofrece a las entidades la revisión previa voluntaria de todas las campañas y en 2007 se revisaron cerca de 400. La nueva regulación de la publicidad contenida en la MiFID ha propiciado un proyecto de Orden Ministerial que consolidará, esperamos que este año, el sistema de control de la publicidad para asegurar que sea veraz y equilibrada.

La tercera área es la de información financiera para el inversor, en la que destaca la publicación de nuevas fichas y guías tales como las relativas a MiFID, turbowarrants, chiringuitos financieros, Fondos de Inversión Libre, contratos por diferencias y sistemas de reclamación en el ámbito financiero. Los contenidos del Rincón del Inversor se han mejorado con la inclusión de herramientas como el comparador/buscador y un curso on line sobre fondos de inversión, habiéndose avanzado en la mejora de la accesibilidad a la web para personas con discapacidad.

Por último, la CNMV, en colaboración con el Banco de España, comenzó a trabajar en el tercer trimestre de 2007 en el diseño un ambicioso Plan de Educación Financiera recientemente publicado. Se trata de un proyecto que, en línea con las recomendaciones de la OCDE y otros organismos internacionales, trata de mejorar la cultura financiera de la población española. Su intención es abarcar a toda la población, diferenciando en contenido y canales de acceso las necesidades de formación por grupos poblacionales tales como, por ejemplo, padres jóvenes, jubilados, discapacitados, etc. La novedad más importante es el proyecto de incluir algún módulo de educación financiera básica en la enseñanza secundaria y la formación profesional, para lo que se cuenta con el acuerdo de principio y colaboración del Ministerio de Educación, Política Social y Deporte. El Plan tiene prevista una financiación de dos millones de euros para los próximos cuatro años que sólo incluye los gastos externos a ambas instituciones, tales como publicidad, página web propia, materiales didácticos, formación del profesorado, a lo que hay que añadir los costes internos.

Otras actuaciones relacionadas con el aumento de la transparencia y la rendición de cuentas.

Permítanme, para terminar, insistir en el papel crucial de la transparencia y apuntar algunas mejoras adicionales introducidas en 2007 en este ámbito.

En 2007, la CNMV intensificó la publicación de criterios y recomendaciones. De las antiguas cartas del Presidente u opiniones expresadas oralmente, se ha pasado a un sistema exclusivo de publicación en la página web de los criterios y recomendaciones aprobados o visados por el Comité Ejecutivo y que manifiestan, por tanto, posturas institucionales y no opiniones personales. En 2007 la CNMV ha publicado un conjunto de 12 bloques de recomendaciones, tanto de ámbito general, tales como las relativas, entre otras, a preguntas y respuestas de aplicación de la MiFID, comisiones de reembolso en los traspasos de fondos garantizados, dos bloques de consultas sobre la Circular y el reglamento de IIC o el control de liquidez de las carteras de IIC; como del ámbito de mercados o de preguntas y respuestas en materia contable.

Dentro del objetivo de fomentar la transparencia, se encuentra la publicación, en el Boletín Trimestral correspondiente al primer trimestre de 2008, del primer informe de periodicidad semestral titulado “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas”, cuya elaboración se inició en el tercer trimestre de 2007. Con esta publicación la CNMV trata de proporcionar un análisis sistematizado del marco general en que se desarrolla su actuación y responde al convencimiento de que, para lograr un mejor funcionamiento de los mercados, es fundamental la disponibilidad de información relevante que facilite la adecuada toma de decisiones por parte de los agentes. Cabe señalar, además, el notable incremento de la publicación de monografías y, sobre todo, la consolidación del Boletín Trimestral de la CNMV, además de la edición de los informes mencionados minutos atrás.

Pero quizá la prueba más palmaria de la apuesta por la transparencia sea el hecho de que una de mis primeras iniciativas al hacerme cargo de la Presidencia fue la elaboración del primer Plan de Actividades de la CNMV, que cubre el resto del mandato, y que se hizo público en octubre de 2007. En este Plan se plasman detalladamente, y con plazos de ejecución trimestrales, hasta 68 compromisos públicos, que abarcan desde la elaboración de 21 Circulares –tantas como en los últimos ocho años– hasta un calendario exhaustivo de publicaciones y compromisos de publicidad de criterios en las áreas supervisoras y de protección del inversor.

Esta iniciativa, que entre los supervisores financieros de la UE sólo es realizada por la FSA británica, persigue tres objetivos.

El primero, aumentar la transparencia de actuación de la CNMV, siguiendo las recomendaciones más avanzadas del FMI en la materia. La conveniencia de esta mayor transparencia institucional tiene su razón de ser en que el funcionamiento de un organismo supervisor independiente debe estar sometido a los mayores estándares de transparencia, precisamente por el alto grado de autonomía de su actuación y la inamovilidad, salvo en casos muy tasados, de sus gestores. Transparencia que, como insiste el FMI, ha de ser compatible con la naturaleza legalmente confidencial de parte de las actuaciones de la CNMV, principalmente en lo relativo a la instrucción de procedimientos supervisores y, en su caso, sancionadores.

Pero, además, esta iniciativa implica que la rendición de cuentas exigida por la ley, que se materializa en este acto de presentación en sede parlamentaria de su Informe Anual, sea mucho más amplia, ya que el Plan de Actividades implica que la CNMV rendirá, a partir de ahora, dos veces al año cuenta pública de su trabajo: en este acto y en la publicación de cada

nuevo Plan de Actividades, que contendrá un análisis crítico del grado de cumplimiento del anterior.

El tercer aspecto positivo de esta iniciativa es que la publicidad de los calendarios de desarrollos legales, de las líneas básicas de supervisión y el avance de criterios de aplicación de las normas por parte de la CNMV permitirá a las sociedades anticipar los cambios organizativos y de control interno precisos y despejará incertidumbres interpretativas. Algo esencial en una situación de tan intenso cambio del marco regulatorio como la que vivimos.

Y termino. He tratado de ofrecerles una panorámica no solo de las actividades, sino también de los criterios y estrategia seguidos por la CNMV en los últimos meses, de donde creo se deduce un significativo aumento de su transparencia (nuevas publicaciones, tratamiento de hechos relevantes, política de comunicación, Plan de Actividades, nuevos informes, publicación de criterios y listas de preguntas y respuestas) de su eficacia (menores tiempos medios de autorización, reducción de colas, ampliación de la administración electrónica) y de su creciente actividad.

Esto es algo cuyo mérito reside en parte en el buen funcionamiento de los órganos de gobierno y de asesoramiento, a cuyos miembros quiero expresar mi agradecimiento por su trabajo y apoyo y, sobre todo, en la excelente calidad técnica del personal de la casa y en su dedicación, en condiciones no particularmente fáciles durante una parte significativa del periodo que les he descrito, a las que hay que añadir la reducción del 5% de la plantilla a lo largo de 2007.

Muchas gracias a todos ellos y a Vds. por su atención.