



“El papel de la CNMV en los mercados de valores y los retos del futuro”¹

CARLOS ARENILLAS LORENTE, VICEPRESIDENTE DE LA CNMV

UIMP, Santander 22 de junio de 2007

Agradezco a la APIE y a la UIMP la oportunidad que me brinda de pronunciar esta conferencia.

Para mí es un placer compartir hoy con ustedes en este bello lugar –al que en otras ocasiones he asistido como alumno– algunas reflexiones sobre el creciente protagonismo de los mercados de valores y los retos que para el supervisor de los mercados conlleva la actual época de cambios.

Espero que mi intervención les ayude a contestar a la pregunta que da título a este curso: *¿Por qué el sistema financiero español es el más eficiente de Europa?* En mi opinión, si el sistema financiero español es uno de los más eficientes de Europa, una parte relevante de ese mérito será atribuible al papel de la CNMV que fue creada en 1988. Espero que cuando acaben el curso compartan mi posición.

Dividiré mi intervención en cuatro partes.

En la primera, resaltaré la importancia creciente de los mercados de valores españoles en el conjunto de la economía y el continuo proceso de desarrollo e innovación del que somos testigos.

En la segunda parte de mi intervención, revisaré los motivos que justifican la intervención pública para asegurar el buen funcionamiento de los mercados.

En tercer lugar, entraré en el detalle de la actividad que realiza la CNMV como organismo supervisor de los mercados de valores, aportando datos con el objetivo de trasladarles, de manera escueta pero precisa, una fotografía del momento que vivimos.

Y, por último, haré algunas reflexiones sobre los retos a los que los supervisores debemos hacer frente en el corto y medio plazo. Retos muy relacionados con el imparable proceso de integración financiera que la UE supone y que se enmarca en un mundo en donde los mercados financieros son un paradigma de ese fenómeno que todos conocemos como globalización.

Terminaré con algunas conclusiones.

¹ Conferencia impartida en el curso “*¿Por qué el sistema financiero español es el más eficiente de Europa?*” organizado por la de la Universidad Menéndez Pelayo y la APIE. Junio de 2007

I. Importancia creciente de los mercados de valores españoles

Son muchos los estudios publicados que confirman el efecto positivo del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico y no me voy a extender en este asunto. Pero sí quiero señalar que entre los efectos positivos destacan la reducción de los costes de transacción, la mejora en el grado de eficiencia de asignación de recursos, la mejor identificación de las oportunidades de inversión, una gestión más segura de la toma de riesgos y una mayor eficiencia en el control corporativo.

La literatura académica reciente resalta además la importancia de la calidad del entorno legal e institucional de los mercados de valores para maximizar los efectos positivos sobre el desarrollo de las economías. Esto es, la regulación existente, el grado de transparencia de los mercados, la capacidad de *enforcement* (de hacer cumplir) de las instituciones supervisoras, etc. Todos ellos son elementos claves para favorecer el desarrollo de los mercados y de los agentes que en él operan y, así, facilitar el crecimiento económico dentro de una senda de estabilidad financiera.

Les recuerdo que es una práctica internacional el clasificar el sistema financiero en tres subsectores: seguros, banca y valores. Tres categorías que, obviamente, no son estancas. Esta clasificación obedece no solo a cuestiones relacionadas con el tipo de producto financiero e intermediario que los gestiona, sino a aspectos muy relevantes relacionados con la regulación y supervisión del sistema financiero.

En España, no fue hasta finales de la década de 1980 cuando empezó a adquirir importancia el denominado proceso de desintermediación financiera. Un fenómeno que ha transformado el mapa de la arquitectura financiera en los últimos quince años y se ha acelerado en el último lustro. Este cambio permitió pasar de la actividad bancaria tradicional -entendida como la actividad de concesión de créditos y captación de depósitos-, que era la principal forma de asignación de recursos financieros entre los distintos agentes de la economía, a la intermediación directa en los mercados de valores entre emisores -demandantes de ahorro- e inversores -oferentes de ahorro-.

Este, aparentemente, sencillo fenómeno generó la aparición de nuevos intermediarios, la transformación de otros, la creación de nuevos productos el desarrollo de nuestras bolsas y mercados y, en fin, cambios sustanciales en la regulación y supervisión de los mercados financieros. Y, sin lugar a dudas, es un factor que explica parte del proceso notable de crecimiento económico vivido en nuestro país en los últimos años.

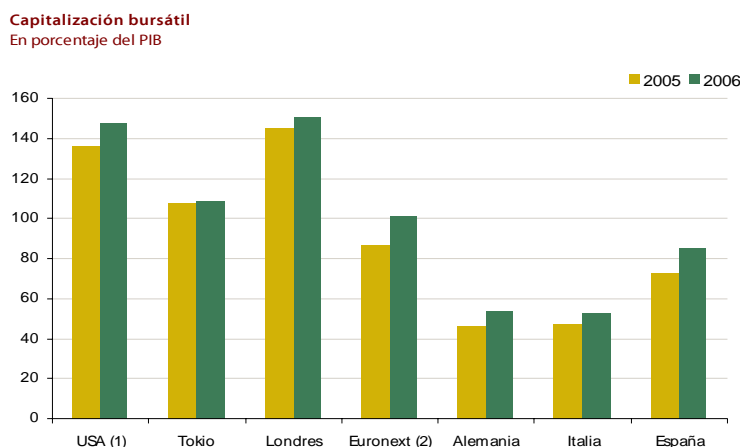
Datos y ejemplos sobradamente conocidos que identifican el proceso de desintermediación financiera en España son: el desarrollo de los fondos de inversión y otros instrumentos de inversión colectiva que han permitido el acceso del gran público con excedentes de ahorro a los mercados financieros, el nacimiento de toda una nueva oferta de servicios de inversión, gracias al desarrollo de las llamadas ESI (empresas de servicios de inversión) que incluyen agencias y sociedades de valores, sociedades gestoras de cartera, etc. El desarrollo de las infraestructuras de los mercados de activos financieros (bolsas, mercados y sistemas de compensación, liquidación y registro). Y otros muchos servicios de todo tipo -tecnológicos, legales, de auditoría, de información y comunicación, etc.- vinculados a esta industria.

Todo ello fue aprovechado de forma sustancial por las entidades financieras, principalmente bancos y cajas de ahorro, que ampliaron su oferta de productos y servicios y jugaron un papel clave al liderar la necesaria transformación de los mercados.

A día de hoy, podemos afirmar que contamos con unos mercados de valores que han alcanzado un notable grado de madurez y su importancia en el conjunto de la

economía nacional es cada vez mayor. Para ilustrar estas afirmaciones, voy a aportar tres datos.

1. El mercado de renta variable alcanzó en España una capitalización bursátil próxima al 85% del PIB a finales de 2006 (cuando por ejemplo en 2002 era del 65,6%). Dato superior al de otros países europeos; en concreto, España supera la ratio de Italia y Alemania y se acerca mucho a Euronext (que agrupa los mercados de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal).

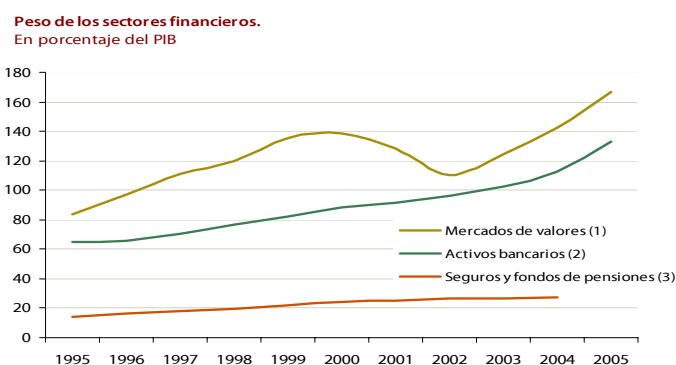


(1) USA: El numerador es la suma de NYSE, Nasdaq y American SE.

(2) El denominador es la suma del PIB nominal de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores, Datastream y CNMV

2. El grado de desarrollo de los mercados también se puede constatar al comparar su peso en relación al PIB con el peso del recurso por parte de los agentes económicos al sector bancario, cuya diferencia ha aumentado de forma continua desde 2002. En concreto, mientras en 2002 los mercados de valores representaban el 111% del PIB frente al 96% del recurso bancario, en 2005 los mercados de valores alcanzaban ya un peso del 167% del PIB, frente al 133% del PIB que representaban los préstamos del sector bancario a entidades no financieras y personas físicas.



Fuente: CNMV y Banco de España

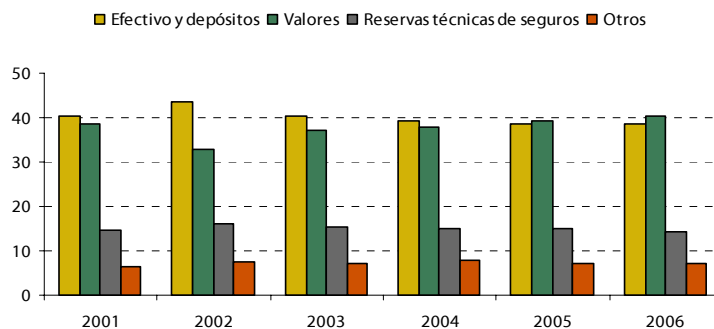
(1) Capitalización del mercado continuo y saldo vivo a final de periodo de la deuda del Estado y de la renta fija privada.

(2) Préstamos concedidos por las entidades de crédito a "otros sectores residentes".

(3) Provisiones técnicas/Fondos Propios de las empresas de seguros y fondos de pensiones.

3. Por otra parte, es significativa la creciente participación del sector hogares en los mercados financieros. Del total de activos financieros en manos de los hogares españoles, el correspondiente a valores (categoría que comprende acciones, valores de renta fija y fondos de inversión) alcanzó en 2006 el 40%, frente al 38,5% del efectivo y depósitos y el 14,2% de las reservas técnicas de seguros. Mientras que a principios de la presente década los hogares mantenían un porcentaje en efectivo y depósitos superior al correspondiente a valores.

Activos financieros en manos de los hogares (en %)



Fuente: CNMV y Banco de España

Estos fuertes cambios que he comentado se han acelerado en los últimos cinco años y los mercados de valores han sido, a su vez, espectadores de un importante proceso de innovación financiera y desarrollo de nuevos productos y servicios de inversión tanto para los inversores como para los emisores que buscan financiación vía la emisión directa de títulos en los mercados de valores. Me refiero, por ejemplo, al desarrollo espectacular de los productos derivados de todo tipo, los fondos de titulización de activos, los productos estructurados, los fondos garantizados, los fondos cotizados o ETFs, los fondos de inversión libre o *hedge funds*, o los fondos de capital riesgo, entre otros.

En líneas generales, el desarrollo e innovación de productos de inversión es siempre positivo, en la medida que aumenta la oferta y permite una mejor gestión del riesgo en función del perfil de cada inversor.

Sin embargo, también es cierto que este proceso requiere una atención continua por parte de los supervisores que garantice que los inversores acceden a productos adecuados a sus necesidades y que las transferencias de riesgos que permite la innovación financiera se producen del modo más eficiente posible.

De hecho, el desarrollo de los mercados de valores ha traído consigo también un cambio en la percepción de los riesgos del conjunto del sistema. El sistema financiero se ha vuelto más complejo, los sectores son más interdependientes y los episodios de inestabilidad financiera afectan cada vez más al conjunto de los mercados. Episodios de inestabilidad como la originada tras el *crash* de 1987 del NYSE, la crisis de 1994 originada por el derrumbe del peso mejicano, la de 1998 producida por los problemas de la deuda rusa y los países del sudeste asiático, el conocido derrumbe de los valores tecnológicos del año 2000, etc., son algunos ejemplos de cómo episodios de inestabilidad financiera tienen su origen en los mercados de valores –y no en el sistema bancario– y pueden afectar al crecimiento económico. En este sentido, el riesgo sistémico se ha desplazado del sector bancario a los mercados de capitales y de derivados y afecta de forma creciente a las infraestructuras de negociación, compensación y liquidación.

II. ¿Por qué es necesaria la supervisión pública de los mercados?

En este contexto que he tratado de describir a grandes trazos ¿qué papel concreto juegan los supervisores de valores como la CNMV y por qué es necesaria la supervisión pública?

La intervención de instituciones públicas que supervisen y regulen los mercados de valores tiene justificación en la medida en que existen fallos de mercado que, si no se minimizasen, reducirían de forma considerable el nivel de eficiencia del sistema.

El fallo de mercado más conocido por todos se denomina “información asimétrica”, esto es, que no todos los participantes en los mercados de valores tienen acceso al mismo tipo de información en el mismo momento o no cuentan con capacidad suficiente para su comprensión.

La información asimétrica puede conllevar problemas diversos, como los de selección adversa, esto es, la posibilidad de que se excluya del mercado a una parte de los agentes sin información, normalmente al pequeño inversor o inversor minorista. O problemas de eficiencia, en la medida en que los inversores –minoristas o institucionales- adquieran productos complejos cuyas implicaciones no son capaces de comprender plenamente, lo que puede implicar procesos erróneos de fijación de precios y gestión del riesgo no adecuados.

Por otro lado, la falta de información también tiene implicaciones importantes desde el punto de vista del control corporativo que pueden derivar en problemas de gobierno corporativo. Los escándalos empresariales de finales del siglo pasado son un buen ejemplo.

Asimismo, el supervisor debe tratar de maximizar la eficiencia de los mercados, asegurando que el precio de los activos sea una imagen fiel de toda la información significativa disponible en el mercado, garantizando unos mínimos de difusión de información (un ejemplo serían los conocidos hechos relevantes).

Otro grupo de actuaciones se dirige a evitar prácticas de abuso de mercado, ya sea por uso de información privilegiada o manipulación de precios, que no permitan una correcta formación de precios y una óptima asignación de los recursos financieros. Por no mencionar los aspectos de competencia desleal que estas malas prácticas suponen

El análisis y seguimiento de la estabilidad financiera se convierte, adicionalmente, en un requisito para asegurar que los mercados desempeñan de forma adecuada sus funciones. Entendiendo siempre la estabilidad no como la ausencia de crisis, sino como el establecimiento de garantías para asegurar la capacidad del sistema de hacer frente a *shocks* externos o a una intensificación de los desequilibrios.

Todo lo anterior no debe interpretarse en ningún caso en perjuicio de la iniciativa privada en la toma de decisiones de inversión. El objetivo del supervisor es generar los incentivos necesarios a los agentes que participan en los mercados de modo que se garantice que las decisiones de inversión se toman libremente y en condiciones adecuadas, manteniendo la confianza en los mercados financieros y buscando que el resultado final sea el más eficiente posible.

“Los buenos juegos dependen más de las buenas reglas que de los buenos jugadores”

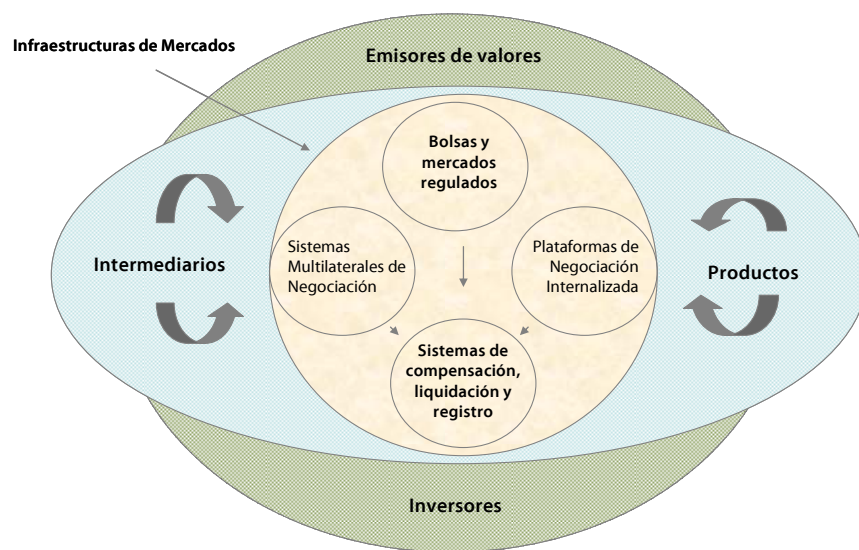
Decían los economistas Brennan y Buchanan en 1987, cita que ilustra bien el espíritu que la supervisión pública debe mantener en los mercados de valores.

En este ámbito, la CNMV cumple, entre otras, con cuatro grandes funciones: el registro, la supervisión y, en su caso, la sanción, así como el asesoramiento y apoyo al

Gobierno en los procesos de desarrollo normativo relacionado con el mercado de valores. Todo ello, además de las diversas actividades de recopilación de estadísticas, difusión de estudios, así como el fomento y la participación en actividades destinadas a ampliar y profundizar el conocimiento sobre los mercados de valores, y tareas de coordinación y cooperación internacional en unos mercados muy internacionalizados, muy abiertos.

III. Actividad reciente de la CNMV

En esta tercera parte de mi intervención, y después de haber reflexionado sobre el papel de la función pública en los mercados de valores, voy a aportarles algunos datos sobre la actividad de la CNMV. Para ello voy a utilizar un esquema que sirva como mapa de referencia de cómo están organizados los mercados de valores.



Podemos diferenciar 5 grandes protagonistas en los mercados:

1. Los emisores de valores, que integran las entidades con necesidad de financiación o de cobertura de riesgos.
2. Los intermediarios de todo tipo, y que luego describiré.
3. Los inversores, los agentes económicos con capacidad de ahorro que desean obtener una rentabilidad a cambio de su capital. Estos pueden ser inversores minoristas o institucionales -IIC de todo tipo, gobiernos, empresas o los propios intermediarios financieros cuando operan por cuenta propia-.
4. Los productos financieros. La variedad es muy amplia. Pero básicamente pueden ser clasificados como activos negociables en mercados al contado o a plazo, y a su vez, son productos de capital o renta variable o productos de deuda o renta fija o de mercancías. Además pueden ser productos derivados de todos ellos –futuros, opciones, etc. O formas estructuradas o mixtas de varios de ellos.
5. Y los mercados y sistemas, donde se negocian los productos. Esto es, los mercados regulados u oficiales (como, por ejemplo, las Bolsas de valores, MEFF o AIAF Mercado de Renta Fija), los sistemas multilaterales de negociación (como Latibex o el Mercado Alternativo Bursátil) y las plataformas

de negociación internalizadas desarrolladas por grandes entidades que utilizan su cuenta propia para dar contrapartida a los inversores que lo deseen. Todos estos mercados registran, compensan y liquidan las operaciones, ya sea por cuenta propia o de terceros intermediarios o inversores en los sistemas de registro, compensación y liquidación. Estos sistemas de liquidación y registro tienen una importancia singular.

En resumen, un gran número de entidades sobre los que actúa la CNMV:

Entidades sujetas a la supervisión de la CNMV:

• Mercados oficiales (MEFF, bolsas, aceite, AIAF...)	8	<i>Expresamente reguladas por la normativa</i>
• Sistemas de compensación y liquidación y entidades de contrapartida	4+1	
• Empresas de Servicios de Inversión nacionales (AV, SV y SG de cartera) o no comunitarias en España y FGI	119+1	
• IIC (fondos de inversión o sociedades de inversión) y sus S.Gestoras	6.027+114	
• Las entidades de capital riesgo y sus gestoras	166+ 55	
• Las sociedades gestoras de fondos de titulización	8	
• Emisores de valores (bolsas-RV, AIAF y bolsas-RF)	185 + 438+57	<i>Por sus actuaciones en los mercados de valores</i>
• Bancos y cajas de ahorro	204	
• Las ESI comunitarias que operen en España	973	
• Los fondos y sociedades de inversión comunitarias que se comercialicen en España	340	
• Los inversores y, en general, cualquier persona física o jurídica		

Fuente: CNMV

Antes de entrar a dar algunas cifras ilustrativas de cada grupo, cabe señalar que la actividad que ejerce la CNMV sobre cada uno de los protagonistas de los mercados es muy diversa.

Sobre los emisores de valores o sobre los productos que se emiten, la CNMV vigila que la información que de ellos tenga el mercado sea completa y veraz, además de que la comunicación se haga lo más pronto posible. En relación con los inversores, la CNMV actúa promoviendo que reciban la información precisa para que puedan invertir con conocimiento de causa, a la vez que atiende a sus consultas y reclamaciones. Asimismo, la CNMV también ejerce tareas formativas y educativas a través de publicaciones y seminarios ad-hoc. Por otra parte, sobre los intermediarios, la CNMV actúa vigilando que cumplan las normas de conducta que se encuentran en la legislación española cuando oferten servicios de inversión, sea cual sea el sector al que pertenezcan los intermediarios. Y, adicionalmente, en el caso de intermediarios especializados en valores (sociedades, agencias, gestoras), la CNMV también es responsable de supervisar su solvencia.

Paso, por tanto a comentar la actividad reciente de los protagonistas señalados:

1. Emisores:

En España hay 185 emisores de renta variable y 495 si contamos los emisores de renta fija. En relación a los emisores de valores, una parte importante de la función de la CNMV consiste en vigilar que proporcionen la información precisa para una adecuada toma de posiciones por parte de los inversores, donde destaca la información referente al propio emisor.

En concreto, los emisores están obligados por ley a remitir diversos informes anuales y semestrales, con contenido referente a las cuentas anuales y a informes de gestión.

Los emisores también están obligados a presentar anualmente el informe anual de gobierno corporativo, en el que además explican el grado de cumplimiento de los principios recogidos en los Códigos de Buen Gobierno aplicables.

La CNMV revisa la información remitida y la pone a disposición pública. De este modo, por ejemplo, en 2006, se recibieron en la CNMV 766 auditorías correspondientes al ejercicio 2005, de las cuales 704 contenían una opinión limpia o sin salvedades. Como dato positivo del sector cabe destacar que el porcentaje de auditorías con opinión favorable ha ido aumentando con el tiempo, como se puede comprobar con la información incluida en los Informes Anuales de la CNMV.

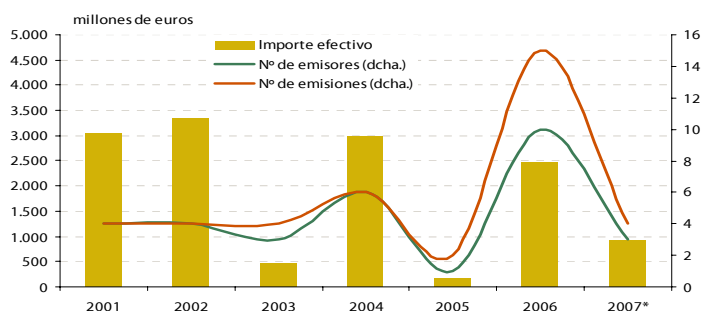
Asimismo, los emisores tienen obligación de comunicar aquellos hechos significativos que pudieran afectar el precio de un determinado valor. Esta información no periódica toma la forma de “hechos relevantes” u “otras comunicaciones”, cuya supervisión y difusión realiza la CNMV. De hecho, la CNMV toma la iniciativa de pedirla cuando lo considera necesario. Para darles a ustedes alguna cifra, señalaré que en 2006 se difundieron 6.854 hechos relevantes y 1.731 “otras comunicaciones”, con aumentos del 21% y del 24% sobre el año anterior respectivamente.

Por último, también hay que señalar que las empresas emisoras tienen obligación de comunicar otras informaciones de relevancia para los inversores tales como las adquisiciones de participaciones significativas (sobre las que sólo en 2006 se registraron un total de 3.532 comunicaciones) y los planes de opciones y de la remuneración de los directivos o los pactos parasociales. Algunas de estas informaciones se comunican de forma específica, otras se incluyen como hechos relevantes y muchas se deben incluir en los informes anuales de gobierno corporativo.

Los emisores han tenido una actividad notable en los mercados. En relación al recurso a los mercados bursátiles, en 2006 se produjeron 10 nuevas salidas a bolsa que representan, en conjunto, 2.458 millones de euros de importe efectivo. De estas salidas a bolsa, cuatro fueron empresas relacionadas con el sector inmobiliario, si bien la salida a bolsa de mayor importe efectivo fue la de BME, la sociedad holding propietaria de la mayoría de las sociedades rectoras de mercados y sistemas españoles.

Desde principios de año, se han producido tres salidas a bolsa más y una que todavía está en fase de tramitación. En este caso, la mayor parte de importe efectivo de las salidas a bolsa corresponde a la salida a bolsa de una inmobiliaria.

Ofertas Públicas de Venta (OPV) Importe efectivo (tramo nacional e internacional)

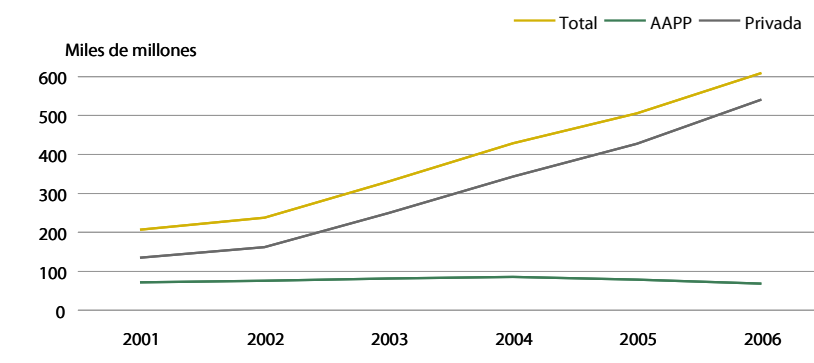


(*) Datos hasta 13 de junio. Existe una operación sin finalizar. Fuente: CNMV

Especialmente dinámicas están siendo las emisiones de renta fija durante los últimos cinco años, como se observa en el gráfico adjunto, donde se constata que las

emisiones de renta fija privada son diez veces superiores a las emisiones de deuda pública. En concreto, en 2006 las emisiones brutas de renta fija privada superaron los 600 mil millones de euros y las de deuda pública fueron algo más de 68 mil millones. Esta tendencia se observa desde 2001, cuando las emisiones privadas fueron un 66% del total y las públicas un 34%. Hasta el año 2000 las emisiones públicas eran las protagonistas y en ese año se repartieron un 50% cada una.

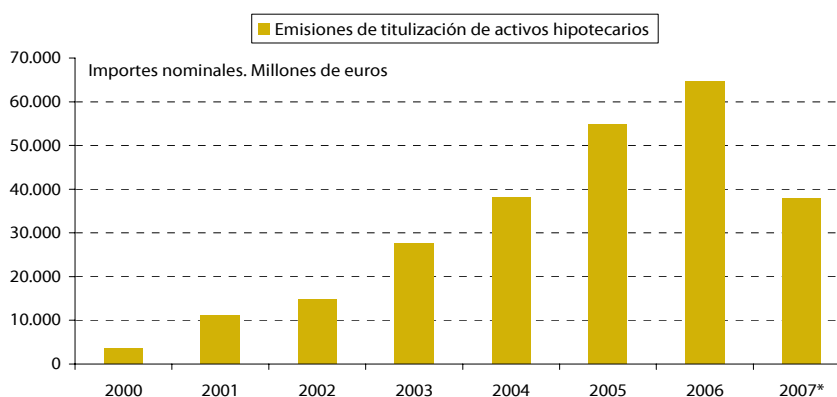
Evolución de la emisión de valores de renta fija en España



Fuente: Banco de España, CNMV y elaboración propia.

Gran parte de las emisiones privadas están siendo realizadas por instituciones financieras, debido a la necesidad por parte de estas entidades de captar recursos por la expansión del crédito hipotecario. De hecho, si se analiza el periodo de 2003 a 2006, el porcentaje de valores emitidos procedentes de titulización hipotecaria sobre el total emitido de renta fija privada ha alcanzado prácticamente el 11%.

Emisiones brutas de titulización de activos hipotecarios en España

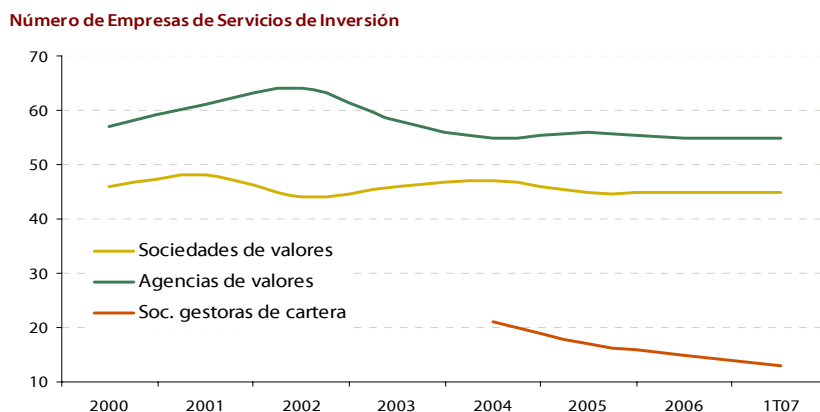


(*) Datos hasta abril de 2007. Fuente: CNMV

2. Intermediarios

Como he comentado anteriormente, la CNMV ejerce dos tipos de actuaciones. En primer lugar, en algunos casos vigila su solvencia, como es en las empresas de servicios de inversión nacionales, las instituciones de inversión colectiva junto a sus sociedades gestoras, las entidades de capital riesgo junto con sus sociedades gestoras y las sociedades gestoras de fondos de titulización. Solvencia que cabe considerar en general de buena, así como su rentabilidad sobre recursos propios.

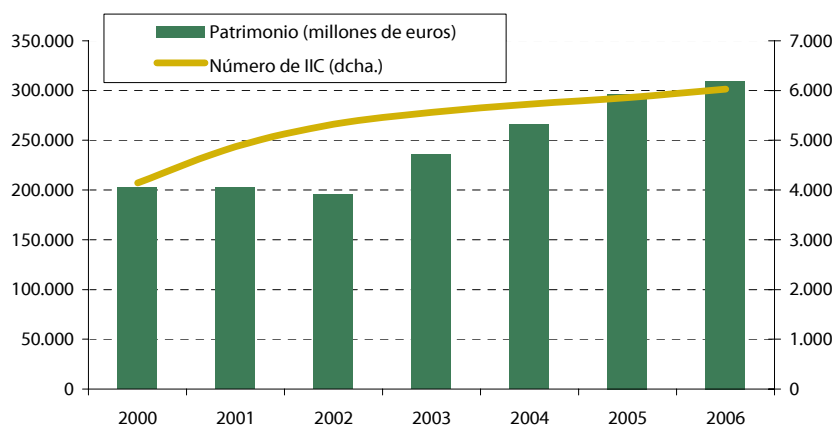
Ahora bien, conviene destacar que es un sector que incluye entidades de tamaño y tipo muy diverso, con un número reducido de entidades de gran tamaño y con el grueso del sector de tamaño mucho más reducido. Asimismo, cabe destacar el aumento de la competencia externa por parte de entidades extranjeras. Tendencia que previsiblemente se acelerará en el futuro próximo.



Fuente: CNMV

Cabe destacar la importancia del sector de la inversión colectiva, donde el patrimonio invertido en instituciones de inversión colectiva representó en 2006 algo más del 30% del PIB español. Actualmente, a 13 de junio de 2007, hay registrados en la CNMV 2.956 fondos de inversión y 3.217 sociedades de inversión, es decir, 6.173 instituciones de inversión colectiva sin contar las extranjeras, cuyo número asciende a 360.

Número y patrimonio de IIC financieras e inmobiliarias



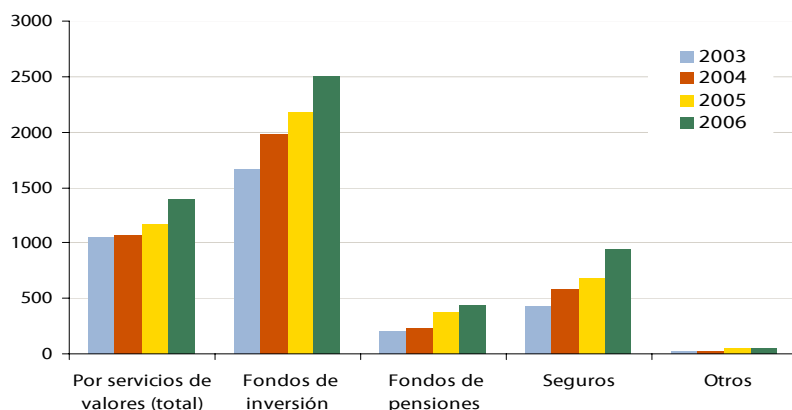
Fuente: CNMV

Además de los temas de solvencia, la CNMV tiene la responsabilidad de supervisar las normas de conducta y actuación de los intermediarios que ofrezcan servicios de inversión en España. Entre estos se encuentran las casi 1.000 empresas comunitarias que realizan actividades comerciales en España o las 340 instituciones de inversión colectiva comunitarias que se comercializan en España. También es el caso de las más de 200 entidades de crédito españolas que ofrecen servicios de inversión, cuyo

protagonismo en la prestación de servicios relacionados con los mercados de valores es creciente.

De hecho, en 2006, del total de las comisiones que cobraron las entidades de crédito, casi el 30% de las mismas provinieron de la prestación de servicios de valores y comercialización de fondos de inversión. En concreto, el 17% de sus ingresos por comisiones provienen de la comercialización de fondos de inversión (cifra muy superior a los ingresos por comercialización de fondos de pensiones o seguros). La compraventa y administración y custodia de valores supusieron casi un 8% de los ingresos por comisiones de las entidades de crédito

Comisiones percibidas por las entidades de crédito por prestación de servicios de valores y comercialización de productos no bancarios



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

De un tiempo a esta parte, la CNMV pone especial énfasis en la supervisión de la comercialización de servicios financieros realizada por las entidades de crédito, atención que se va a mantener en el futuro próximo. Cabe recordar que la mayoría de las reclamaciones recibidas en la CNMV hacen referencia a la comercialización de productos, y en especial, a la comercialización realizada por las entidades de crédito. Todo ello, me lleva a abordar la labor de la CNMV respecto a uno de los principales protagonistas de los mercados, los inversores.

3. Inversores

La protección de los inversores constituye, como les decía, uno de los principales objetivos de la CNMV, con especial atención a los denominados inversores minoristas.

La protección de los inversores se lleva a cabo mediante actuaciones muy diversas, como aquellas destinadas a salvaguardar la solvencia de las entidades que operan en los mercados de valores, la difusión y supervisión de la información sobre emisores y productos, así como mediante la supervisión del cumplimiento de las normas de conducta en la actividad de servicios de inversión. De hecho, podría afirmarse que todas aquellas medidas destinadas a aumentar la transparencia y a garantizar un adecuado funcionamiento de los mercados de valores son, a su vez, medidas destinadas a aumentar la protección de los inversores.

El colectivo de inversores es realmente amplio, tanto si tomamos como referencia el número de partícipes en los fondos de inversión como si consideramos estadísticas como la que afirman que uno de cada tres hogares invierte en acciones.

Como he señalado antes, la CNMV atiende consultas y resuelve dudas de los inversores. Sólo en 2006 se recibieron más de 11.000. También se atienden reclamaciones, que se sitúan entre unas 700 y 900 anualmente. En relación a este aspecto, las actuaciones que realiza la CNMV son diversas, desde informar hasta buscar el avenimiento con las entidades. En algunos casos, las reclamaciones han dado lugar a investigación de la CNMV e incluso a iniciar algún procedimiento sancionador.

4. Los productos financieros

Ya he comentado parte de este grupo al hablar de los emisores. Y no voy a extenderme sobre la amplia variedad de productos financieros que se negocian en los mercados.

La normativa recoge los productos que pueden emitir las empresas en España, y las tareas de la CNMV se centran en que los folletos de emisión recojan toda la información necesaria. No obstante, la CNMV trata de escuchar las demandas del sector y de conseguir que los mercados españoles se encuentren en línea con los más desarrollados del mundo. Esto explica la reciente autorización de los *hedge funds*, iniciativa que ha supuesto la introducción de este producto, pero con una regulación estricta, de forma que se ha combinado estímulo del sector y protección del inversor. En esta línea, la CNMV tiene intención de analizar otros productos que sean propuestos por las entidades.

El dinamismo de los emisores conlleva que la CNMV reciba, examine y apruebe los pertinentes folletos de emisión, que deben contener la información necesaria. En algunos casos, las emisiones y sus folletos son sencillos, pero en otros no lo son tanto. Las empresas deben dar información, no sólo sobre las características concretas de los productos, sino también sobre su actividad, planes, riesgos, etc. La CNMV orienta y, a veces tiene que exigir, la información que considera que deben incluir los folletos. En función del tipo de operación, además, el tipo de información puede variar, lo que hace que folletos como el de operaciones de OPV y OPS puedan ser especialmente complejos.

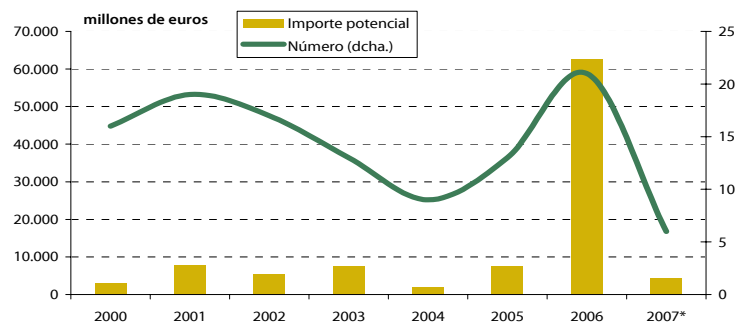
5. Los mercados

Por último, la CNMV tiene competencia sobre los mercados, de los que hay diversos tipos –y orillo los llamados mercados OTC-, así tenemos hoy en día los mercados regulados (4), los “sistemas multilaterales de negociación” (SMN) (2), las infraestructuras de compensación y liquidación (4+1) y las entidades de contrapartida (1).

La actividad en los mercados de renta variable está siendo intensa de un tiempo a esta parte, donde hemos sido testigos de un gran número de movimientos corporativos. Así, en el año 2006, la CNMV autorizó 21 procesos de opas, con un importe realizado efectivo de 19.000 millones de euros, el 55% de los cuales tuvo como destino la adquisición de compañías inmobiliarias.

En lo que llevamos de año, se han autorizado 6 operaciones de opa, que representan un importe potencial efectivo de 4.400 millones de euros, un 90% de los cuales se concentra también en una inmobiliaria. Otras cinco opas están actualmente en fase de tramitación.

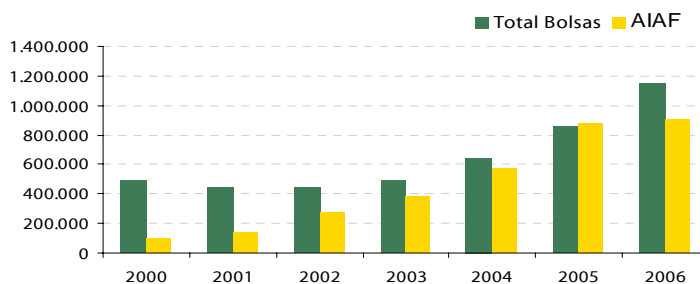
Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) autorizadas Número e importe potencial



(*) Datos hasta 13 de junio. Fuente: CNMV.

En cuanto a la contratación de los mercados, se puede observar el progresivo incremento de la misma en los últimos años, tanto en el total de las bolsas españolas (que incluye el mercado de continuo, los corros de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia y el segundo mercado), como en el mercado AIAF de renta fija privada.

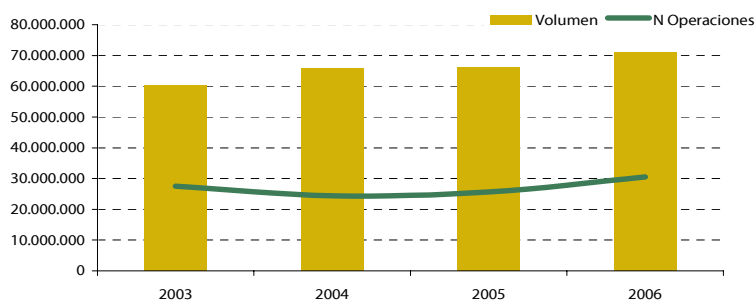
Contratación en Bolsas y AIAF (millones de euros)



Fuente: CNMV.

No quisiera terminar este apartado sin resaltar la actividad de registro, compensación y liquidación que lleva a cabo Iberclear. Como se ha mencionado anteriormente, las operaciones realizadas en los mercados de contado han de liquidarse a través de esta entidad, lo cual incluye toda la negociación que se efectúa en las bolsas, en AIAF Mercado de Renta Fija y en el Mercado de Deuda Pública. Esto supone un enorme y creciente volumen de actividad, que en 2006 se tradujo en casi 30,5 millones de operaciones liquidadas por un importe de 71 billones de euros (de los que unos 63,5 billones correspondieron a deuda pública, 4,8 billones a AIAF y 2,7 billones a operaciones bursátiles).

Actividad de liquidación de Iberclear: Nº de operaciones liquidadas e importe en millones de €



Fuente: CNMV

La actividad de registro, compensación y liquidación constituye una parte vital del proceso de compraventa de valores, en la que la gestión del riesgo es fundamental. Adicionalmente, esta actividad está en proceso de integración en la Unión Europea a través de diversas iniciativas como son el Código de Conducta impulsado por el Comisario europeo McCreevy o el proyecto *TARGET 2 Securities* impulsado por el BCE, cuyos objetivos comunes son el lograr una liquidación de las operaciones con valores dentro de la Unión Europea más segura y eficiente.

IV. Retos y reflexiones sobre la supervisión de los mercados de valores.

Para terminar, tal y como les comentaba al principio, haré unas reflexiones sobre los retos a los que los supervisores debemos hacer frente en el corto y medio plazo.

La transformación de los mercados de valores está siendo intensa, tanto por su mayor dinamismo y peso en la economía, como por el continuo proceso de innovación y desarrollo de nuevos productos y mercados financieros. Directivas como la MiFID suponen además importantes cambios en la arquitectura de los mercados financieros y nuevos y más exigentes estándares en materia de protección al consumidor.

Todo ello implica cambios en la asignación de riesgos que deben monitorizarse de cerca, de forma agregada y gestionando la necesaria información, a la vez que requiere de un mayor esfuerzo por parte de las entidades y de los propios supervisores para lograr que el inversor final entienda y comprenda los nuevos productos financieros existentes en el mercado.

La transformación de los mercados de valores trae consigo, a su vez, efectos importantes para la arquitectura de la función de supervisión en la medida que se han incrementado las operaciones intersectoriales, haciendo que la distinción entre valores, banca o seguros sea cada vez más difusa, así como las operativas transfronterizas, con operaciones con intereses cruzados entre diferentes países. El aumento de la cooperación entre los distintos supervisores, tanto sectoriales como internacionales, es el mejor modo de proceder a corto plazo.

Estos cambios deben acompañar el actual proceso de integración de los mercados financieros, de modo que se disponga de un sistema común que minimice situaciones de mala competencia o arbitrajes regulatorios no deseados.

El proceso Lamfalussy supuso en Europa un gran avance en la homogeneización de la regulación de los mercados de valores, donde los llamados Comités de Nivel 3 (sector bancario CEBS, sector valores CESR y sector seguros CEIOPS) juegan un importante papel a la hora de lograr una aplicación uniforme de la normativa en toda la Unión, algo especialmente relevante tras las recientes Directivas (Opas, Transparencia, UCIT, Folletos y MiFID).

No obstante, a pesar de los esfuerzos realizados para garantizar la convergencia supervisora, quedan aspectos por resolver, lo que ha generado un debate sobre el nivel de competencias de los supervisores europeos.

Este debate permite también reflexionar sobre la estructura de la supervisión de los mercados de valores, dada la diversidad existente en Europa: modelo de supervisor sectorial (banca, seguros y valores), modelo *"twin peaks"*, establecido en países como Holanda, que divide las funciones en dos grandes grupos: solvencia y normas de conducta, y el modelo de supervisor único, existente en Alemania o Reino Unido. Aunque todos presentan ventajas e inconvenientes, se observa una tendencia

creciente hacia los modelos de *twin peaks* o supervisor único, dada la dificultad de mantener un enfoque sectorial en la supervisión de las actividades financieras.

La distribución de competencias también conlleva debate en el seno de la UE². La principal línea de actuación consiste en mejorar el sistema actual, dotando de mayor efectividad a los Comités de Nivel 3.

Aunque parte de la industria ha defendido un cambio más radical del modelo de supervisión, sus implicaciones en términos de costes y de asignación de responsabilidades en caso de crisis, entre otros, no parecen la mejor opción. A medio plazo, deberemos seguir reflexionando sobre un esquema de supervisión europea más integrado al menos en lo que se refiere a los grupos transnacionales cuyo ámbito de operativa abarca diversos países europeos.

Y termino esta última sección con unas reflexiones sobre el papel de la institución. Casi todas ellas fueron expresadas por su presidente, Julio Segura, en su discurso de toma de posesión y en su anterior comparecencia parlamentaria.

Una parte fundamental de la eficacia de una institución supervisora depende de su prestigio –que se gana poco a poco y se pierde con facilidad– y este prestigio es función de la competencia de sus técnicos y órganos de gobierno y no de su ideología.

La competencia profesional es un antídoto contra la dependencia. Un profesional competente tiene como activo fundamental su prestigio y ello limita enormemente su grado de discrecionalidad, impidiendo que se convierta en arbitrariedad.

Las actuaciones del organismo supervisor deben ser previsibles por los supervisados y responder a criterios conocidos, justificados y duraderos. Criterios que deben cambiar cuando los desarrollos de los mercados o las modificaciones regulatorias así lo requieran, pero que es conveniente sean lo más estables posible, su eventual cambio se encuentre sólidamente argumentado y sea de conocimiento general.

Las actuaciones del organismo supervisor deben ser neutrales y simétricas. Los supervisados no deben tener cariño al supervisor –porque significaría posiblemente que lo habían capturado– pero sí deben estar convencidos de que un competidor, en circunstancias semejantes a las suyas, será tratado de igual forma que él.

Los procedimientos negociados y el uso de la persuasión moral son –cuando tienen cobertura legal– instrumentos muy eficaces en el logro de los objetivos supervisores, el principal de los cuales debe ser la erradicación de las malas prácticas y, en su caso, la restitución del daño causado con las correspondientes sanciones, pero no la destrucción material de los infractores.

¿Es el estatus institucional de la CNMV el más adecuado para lograr los importantes objetivos y el amplio campo de actuación que tenemos encomendados? Yo creo que hoy la respuesta sería negativa y que se requieren ajustes institucionales que deberán ser abordados en un futuro próximo.

Un aspecto adicional relevante para garantizar el buen funcionamiento de la institución es dotarla de un alto grado de transparencia. Un ejemplo de esta política de transparencia lo constituye el compromiso del Presidente de publicar un Plan de Actuación de la CNMV 2007/08 al estilo del *Business Plan* de la FSA británica. En ese

² Les recomiendo la lectura del reciente artículo de Gonzalo Gil y Julio Segura publicado en la Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España bajo el nombre “La Supervisión financiera: Situación actual y temas para debate”.

documento haremos públicas nuestras prioridades de actuación. En todo caso, y además de las que habrán deducido de mi intervención, les adelanto algunas de ellas.

La CNMV seguirá realizando un esfuerzo especial en tratar de mejorar el funcionamiento interno, algo esencial para aumentar su eficacia y fundamental para los miembros del mercado. Simplificación y celeridad en los procedimientos, delegación e identificación precisa de responsabilidades, organización, recursos humanos y formación o comunicación son aspectos de estas mejoras.

Tenemos el reto de terminar el proceso de adaptación a las nuevas regulaciones que, en lo esencial, persiguen continuar el esfuerzo de convergencia europea (FSAP) y apuntan básicamente a la transposición de la Directiva de Mercados (MiFID) y el nuevo Real Decreto sobre opas. Habrá que centrar los esfuerzos en la convergencia de prácticas supervisoras y agilizar la aplicación de la nueva normativa por parte de las instituciones.

Vamos a dedicar una especial atención a los aspectos relativos a la estabilidad financiera en colaboración con los demás organismos supervisores y el regulador.

Y profundizaremos en el esfuerzo de investigación y formación, cuyos resultados sólo pueden percibirse a largo plazo, pero que es un ingrediente fundamental de la calidad técnica de las instituciones. El notable aumento de informes y publicaciones de la CNMV es un buen ejemplo de este tipo de actuaciones.

Les invito a que visiten nuestra página Web –otra prioridad- y desde esa ventana pública comprueben nuestra actuación.

A modo de conclusión

Dado que este es un curso organizado por profesionales de la comunicación y prensa del mundo económico, voy a concluir repasando los mensajes que me hubiera gustado transmitir y que, dadas mis limitaciones en lo que a comunicación se refiere, es muy posible que hayan quedado perdidos en mi larga intervención.

Espero haberles transmitido el fuerte cambio que se ha producido en los últimos años en el sistema financiero y que este se debe en gran parte al desarrollo de los mercados de valores. El caso español es un claro ejemplo, en el que este desarrollo ha ido acompañado, a su vez, de un largo periodo de notable crecimiento económico.

Espero haberles aclarado la necesidad de la supervisión pública en los mercados de valores y cuales son sus retos en un mundo global, con una elevada movilidad de los capitales y en un marco de creciente complejidad de intermediarios y productos financieros.

Espero haberles presentado con claridad una razonable fotografía del amplio y complejo ámbito de actuación de la CNMV en un contexto de creciente actividad de los mercados de valores, especialmente notable en los dos últimos años.

Espero haber comunicado algunos de los retos que la CNMV afronta en el corto y medio plazo. La CNMV requiere de cambios en su marco institucional para hacer frente a estos retos y otros que, sin duda, surgirán en el futuro.

Confío en que, tal y como dije al comienzo, mi charla les ayude a contestar a la pregunta que da título a este curso: *¿Por qué el sistema financiero español es el más eficiente de Europa?* Anticipé que yo creo que sí, que el sistema financiero español es uno de los más eficientes de Europa, no me atrevería a decir que el mejor, y que parte

relevante de ese mérito es atribuible al papel de la CNMV. Espero que cuando acaben el curso compartan, al menos en parte, esta opinión.

La CNMV fue creada en 1988, el momento que yo identifico como el comienzo del desarrollo del fenómeno de la desintermediación al que he hecho mención en la primera parte de mi charla. La CNMV sigue afrontando las importantes y complejas tareas que tiene encomendadas con la mejor disposición, pero que para lograr sus objetivos requiere la colaboración -crítica y constructiva- de todos los actores: emisores, inversores, intermediarios y mercados. Y desde luego, de los reguladores (el gobierno y el parlamento) y de los medios de comunicación.

Muchas gracias a Miguel A. Noceda por su presentación y moderación, a la APIE y a la UIMP por su invitación y a todos sus ustedes por su atención.

Quedo a su disposición para el coloquio.