

## **CLAUSURA DE LAS IV JORNADAS DE AHORRO Y TITULIZACIÓN, S.G.F.T., S.A.**

Muy buenos días a todos:

Quiero empezar mi intervención dando las gracias a Ahorro y Titulización SGFT y a Caixa Nova por la deferencia que han tenido al invitarme a participar en estas sus cuartas jornadas y darme así la oportunidad de dirigirme a ustedes. Agradecimiento que se ve reforzado por el hecho de que suelo veranear en tierras gallegas y para mí es un placer acercarme a estas costas, aunque sea por unas horas. Además, siempre me interesaron la aparición y desarrollo de las innovaciones financieras -digamos serias- y la titulización es posiblemente la innovación financiera más destacada de los últimos años. Su expansión y desarrollo ha sido espectacular, y estas jornadas y otras reuniones de trabajo son muy necesarias para analizar la evolución de la titulización, e intentar descubrir cuáles serán sus siguientes pasos y cómo éstos afectaran a los mercados financieros y a las instituciones y agentes que en ellos intervienen.

Dividiré mi charla en dos partes. La primera se centrará en la titulización, como es lógico. En la segunda parte aprovecharé esta mi primera aparición pública desde que tome posesión del puesto de Vicepresidente de la CNMV para hacerles llegar algunas consideraciones acerca de la CNMV y los retos y asuntos más inmediatos que estamos abordando.

## TITULIZACIÓN

El mercado español de titulización acumula una larga y amplia experiencia. Por volumen de financiación, número de fondos y variedad de los activos, se puede considerar que la dimensión de nuestro mercado es coherente con la importancia que corresponde a nuestra economía en el ámbito europeo. Prácticamente todas las entidades financieras de nuestro mercado han utilizado la titulización y, aunque de manera más lenta, esta técnica de financiación se va extendiendo a las empresas no financieras.

- **Cifras objetivas**

Para tener un visión objetiva de lo que representan las operaciones de titulización en Europa, les diré que durante los primeros seis meses del ejercicio 2004 se ha logrado un nuevo record de emisión en el mercado de titulización europeo, alcanzándose la cifra de 125,6 billones de euros, lo que representa un 32% de incremento respecto al mismo periodo del ejercicio 2003. Aunque el mercado de Bonos de Titulización Hipotecaria (MBS) sigue acaparando la mayor cuota del mercado de titulización, estas emisiones sólo se han incrementado en un 17% durante los primeros seis meses de 2004, frente al crecimiento del 56% experimentado por el mercado de Bonos de Titulización de Activos. Dentro de este panorama, España ha sido el país que más ha crecido en emisiones de bonos de titulización situándose por volumen de emisión sólo por detrás de Reino Unido con una cuota de mercado del 18%.

Por su parte en España, el incremento experimentado por el mercado de titulización según datos a 30 de junio ha alcanzado el 56% respecto al mismo período de 2003. A 30 de septiembre de 2004 se habían verificado ya 31 nuevos Fondos de Titulización frente a 15 a la misma fecha de 2003. En conclusión, y a la vista de los datos apuntados, se puede afirmar, sin ninguna duda, que el año 2004, al igual que ya ocurriera con el 2003, está siendo especialmente bueno para la titulización en España.

Es de señalar que, además de por este incremento tan notable del volumen titulado en España, los ejercicios 2003 y el 2004 se están caracterizando también por importantes novedades en cuanto a las operaciones realizadas y los activos titulizados. Son muchos los ejemplos que podría mencionar, sólo por citar algunos de ellos: la primera titulización de certificaciones de obra realizada por el Grupo Dragados, la emisión de valores IO (interest only) llevada a cabo por un Fondo del Banco Pastor y donde además se incorporaban simultáneamente en el activo participaciones hipotecarias y préstamos subordinados concedidos a otros fondos constituidos por el mismo cedente y, ya en el ejercicio 2004, la titulización del recibo de la luz de Unión Fenosa o la que todos ustedes bien conocen de préstamos participativos concedidos para la construcción de parques eólicos, aquí en Galicia, realizada por Desarrollos Eólicos Promoción, S.A..

Por su parte, los FTPYME continúan despertando un interés importante, en 2003 se registraron 8 nuevos fondos y este año esperamos cerrar el ejercicio con cerca de 13. También, y como ya ocurriera durante el ejercicio 2003, se han seguido titulizando cédulas hipotecarias en grandes volúmenes y, en estos momentos, tenemos en estudio un macro proyecto de titulización de estos "pasivos" del que seguro ustedes han oído hablar.

- **Sobre la legislación de titulización**

Como se ha visto aquí a lo largo de la mañana, la legislación de titulización, con la próxima publicación de la Orden Ministerial que regulará la titulización de derechos de crédito futuros, queda completada. Globalmente, nuestra normativa debe ser considerada favorable para el desenvolvimiento del mercado. Su desarrollo, desde la ley de titulización hipotecaria de 1992 hasta esta última Orden, ha dado lugar a un marco legal un tanto disperso que pasa en algunos casos por las Leyes de Acompañamiento. Quizá convenga en un futuro cercano reordenar en una única norma toda la regulación, para mejorar algunos aspectos y facilitar su comprensión. En este aspecto, creo que es conveniente no olvidar que los Fondos de Titulización no son IIC y las Sociedades Gestoras de estos fondos tienen unos cometidos y responsabilidades distintos a las de las IIC.

¿Qué aspectos del marco legal son mejorables? Seguramente ustedes tienen una percepción distinta y muchas sugerencias, pero déjenme apuntar algunos aspectos, sin ánimo exhaustivo, sin entrar en profundidades y sin referirme todavía a las cuestiones que competen más directamente a la CNMV, en tanto que es ente supervisor y, en parte regulador, de las instituciones de este mercado.

La exigencia de homogeneidad en los activos cedidos a un fondo, es un asunto delicado. La homogeneidad es un concepto en principio deseable y el mercado por sí mismo actúa como homogeneizador. Sin embargo, en algunos casos una interpretación estricta de una norma muy difusa (la homogeneidad no se define) puede plantear disfunciones. Por ejemplo, no es posible con nuestra normativa constituir el equivalente de las “conduits” y “master trusts” que son moneda corriente en otras jurisdicciones.

- **Sobre el papel de la CNMV**

Corresponde a la CNMV velar por la transparencia de los fondos de titulización, como garantía de que los inversores puedan conocer los riesgos de los activos. No corresponde a la CNMV ni limitar, ni valorar, ni condicionar, los riesgos que los cedentes de activos pretenden transferir al mercado a través de los fondos de titulización que promueven. Sí corresponde a la CNMV exigir que la información en el momento de constitución de los fondos y durante toda la vida de estos, refleje de manera clara y precisa los riesgos que incorporan los activos.

En este sentido, la CNMV, en colaboración con las instituciones del mercado, en particular con las sociedades gestoras de los fondos, debe hacer un esfuerzo para que los folletos de emisión mejoren en su contenido y forma. En este sentido, la Comisión está trabajando en la transposición de la nueva “Directiva de Folleto”, la cual introducirá importantes novedades tendentes a garantizar una homogeneidad en los contenidos y una uniformidad en los criterios que el mercado viene exigiendo los últimos años. Además, debe favorecer la mejora y estandarización de la información que las sociedades gestoras deben transmitir al mercado, no sólo en el momento del lanzamiento de las operaciones, sino también a lo largo de la extensa vida de las mismas. No se trata de inundar el mercado de información, se debe buscar que la información relevante esté en el mercado en tiempo y forma, de manera que pueda ser utilizada por analistas e inversores. La opacidad, la precariedad en la información, en su contenido y en su transmisión, tiene un coste, en primer lugar, para los cedentes de activos, pues se verán penalizados por el mercado. Pero también tiene un efecto global sobre el mercado. Nuestras emisiones se

colocan mayoritariamente en el exterior y los inversores internacionales tienen una percepción global de nuestro mercado: es importante que lo perciban como un mercado donde prima el rigor y la calidad intrínseca de las emisiones, al margen de sus riesgos financieros.

También somos conscientes en la CNMV de que los procedimientos administrativos de verificación de las operaciones son mejorables. No obstante, se debe tener en cuenta que los fondos de titulización pueden ser muy complejos, que rara vez se repite de manera idéntica una operación y que, por las razones que he expuesto anteriormente, para la CNMV debe primar el rigor en la documentación que se presenta a verificación. Además, por causas ajenas a la CNMV, hay una tendencia a acumular operaciones en determinadas épocas del año, lo cual pone mucha presión a los recursos humanos de los que disponemos. Creo que nadie puede negar que los procedimientos de verificación de los fondos de titulización han mejorado y se han agilizado mucho con el paso de los años, lo cual no quita para que avancemos todavía más en esa línea.

Dicho lo anterior hay una serie de aspectos sobre los que debemos reflexionar para su mejora:

- El contenido, forma y tiempos, de las auditorias de atributos de los activos, exigibles en algunos fondos.
- El contenido y forma de los folletos de emisión.
- Los tiempos y requisitos del encadenamiento de sucesos verificación-constitución-emisión, poniendo especial énfasis en el objetivo último de estas operaciones, que no es otro que la colocación en el mercado de los Bonos emitidos.
- La estandarización en la información: contenido, formato, terminología.

- La adecuada comunicación, en tiempo y forma, a los participantes en el mercado de los cambios de criterio de la CNMV, en aspectos relevantes del proceso de verificación.
- La flexibilización de los procesos de estudio de las operaciones más novedosas.

Concluyo aquí, tal y como les comenté al comienzo, estas reflexiones sobre titulización. Paso a la segunda parte de mi charla, en la que intentaré transmitirles cuáles son los retos y asuntos más inmediatos que estamos abordando desde la CNMV.

Como todos ustedes saben, el pasado 7 de octubre Manuel Conthe tomó posesión de su puesto como Presidente de la CNMV y yo tuve el honor de acompañarle como Vicepresidente en esta nueva etapa. Poco tiempo, pues, ha transcurrido desde que llegamos, poco pero intenso, porque mucho es el trabajo que esta institución desarrolla y muchos e importantes son los retos que hay que enfrentar. De todo ello la próxima semana, también aquí en Vigo, en unas Jornadas organizadas por APIE y Caixa Nova, hablará el Presidente de la CNMV. Tendrán que esperar a entonces para conocer la opinión de la CNMV sobre estos asuntos.

No obstante, hoy haré algunas reflexiones sobre asuntos más inmediatos, aunque no por ello menos importantes para la comunidad financiera.

Les hablaré del reglamento de IIC, de NIC, de folletos y de la UE.

## **REGLAMENTO IIC**

Sobre este asunto, de tanto interés para todos, sólo voy a avanzar que la CNMV está colaborando intensamente con la DGT y el sector en este intenso periodo de consulta pública sobre el proyecto de reglamento. El 30 de noviembre es la fecha límite que el Tesoro ha fijado para la recepción de comentarios.

La Ley y el Reglamento tienen su causa esencial en la transposición de 2 Directivas (2001/107/CE, de 21 de enero de 2002 y 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002), pero va más lejos regulando tipos de IIC que, sin el denominado “pasaporte comunitario”, se pueden crear en España.

El proyecto del reglamento dota de mayor libertad a la gestión de IIC, dando con ello un paso decisivo para satisfacer una creciente demanda que se caracteriza por la liberalización de las políticas de inversión, y ejemplo de ello son:

- 1.- La ampliación de activos aptos para la inversión.
- 2.- La creación de nuevos tipos de IIC, como las IIC Alternativas y de alto riesgo y los Fondos de fondos que inviertan en IIC Alternativas y de alto riesgo. Figura que no existía anteriormente en nuestro país, aunque sí en otros Estados de nuestro entorno y que ha sido una demanda histórica del sector.
- 3.- La posibilidad de delegar la gestión de parte de la cartera a terceros especializados en productos o valores concretos, ampliando el régimen anterior en que sólo se permitía la delegación de gestión de los activos extranjeros.

Como contrapeso de esta mayor libertad, que será un nuevo acicate para la competencia, el proyecto de Reglamento refuerza las obligaciones de transparencia con los inversores, que se materializan en lo siguiente:

- 1.- Inclusión de nuevas informaciones en los folletos de la IIC (mercados en los que invertir, inclusión de los gastos totales del fondo).
- 2.- Creación, al estilo de otras entidades financieras, de la figura del departamento de atención al cliente y el defensor del cliente.
- 3.- Obligación de informar a los partícipes de fondos de sus decisiones en lo relativo al ejercicio de los derechos políticos de las carteras de los fondos, justificando estas actuaciones.
- 4.- Por último, y con objeto de agilizar los procesos de creación de IIC, que se equipara al existente en otros Estados de nuestro entorno, se regula la creación de IIC por compartimentos y la posibilidad de crear series o clases de acciones o participaciones.

Respecto a las Sociedades Gestoras de IIC, les doy unas pinceladas:

- 1.- Ampliación de sus actividades: gestión de carteras de terceros, incluidas las de fondos de pensiones por delegación de su gestora, y asesoramiento de inversiones.
- 2.- Ahora bien, para asegurar la debida protección a los inversores se equipara el régimen de esta actividad al que a tal efecto vienen desarrollando las ESIS y entidades de crédito, a los que resultan de aplicación normas específicas de conducta en este ámbito y también la obligación de que las SGIIC se adhieran al Fondo de Garantía de Inversiones, de forma que

los inversores a los que se realiza esta gestión discrecional queden cubiertos por la garantía de dicho Fondo.

- 3.- También se regula la actuación transfronteriza de las SGIIC, al estilo de la que ya existe para las ESIS, abriendo nuestras fronteras para que SGIIC extranjeras puedan operar en España, mediante sucursal o libre prestación de servicios, lo que también redundará en un impulso a la competencia y también abriendo la opción a nuestras gestoras a operar en el extranjero sin necesidad de constituir entidades en cada uno de los Estados.

### **NIC – NIIF - IASB**

A partir del 1 de enero de 2005, en pocas semanas, entrarán en vigor las nuevas normas internacionales de contabilidad aplicables a los grupos de sociedades cuyas acciones coticen en Bolsa. Igualmente las entidades de crédito, tengan o no valores admitidos en mercados regulados, tendrán también que aplicar las nuevas normas de contabilidad del Banco de España adaptadas al nuevo marco internacional contable.

Cierto es que las normas internacionales de contabilidad son, como su nombre indica normas contables, son convenciones, pero estas nuevas normas están basadas en una filosofía mucho más micro-económica que las actuales, y en ellas la sustancia económica de las transacciones se impone siempre sobre la forma legal.

Si este cambio no fuera por sí mismo relevante, resulta que, además, son normas con un enfoque de balance y, por qué no decirlo, de flujos de tesorería, en donde lo importante es el correcto reconocimiento de todos

los activos y todos los pasivos que efectivamente lo sean, y en donde la renta contable -el beneficio o la pérdida contable anual- ya no es exclusivamente el mero sumatorio de los cargos y abonos que la teneduría de libros ha imputado a la cuenta de resultados, sino más bien la diferencia de valor de los activos netos de pasivos que hay entre ejercicios o periodos.

Lo anterior unido a nuevos sistemas de medición y valoración económica de tales activos y pasivos (en buena parte basados en flujos descontados), obliga a tener que cambiar tanto la forma de pensar en materia de contabilidad y presentación de estados financieros como la forma de mirar e interpretar éstos.

El proceso de adaptación al nuevo marco contable de las NIC, cuyas diferencias con las normas hasta ahora vigentes no deben infra-estimarse, requiere esfuerzo, pues conlleva todo un proceso de aprendizaje y re-entrenamiento que trasciende del mundo de los contables y los auditores y afecta a muchos más ámbitos, como por ejemplo el del gobierno corporativo, el de las instituciones de supervisión, los analistas, los inversores... etc.

Como en todo proceso de adaptación al cambio, aunque éste sea el contable, máxime si se trata de una migración en bloque en un momento determinado y sin transición progresiva, van a surgir decenas de dudas y a este respecto los supervisores, en mi caso la institución a la que represento aquí, la CNMV, ha tratado de anticipar problemas y las posibles, o mejor dicho, las mejores soluciones, para los usuarios de estas nuevas normas.

Por ello no es casualidad que llevemos meses trabajando recurrentemente junto con un grupo de auditores y empresas cotizadas en identificar cuáles

son los mayores problemas de interpretación que se están dando en la migración o transición desde normas PGC (Plan General Contable) a normas NIC y cómo han de abordarse esos problemas. Este trabajo, que aún no está concluido, esperamos hacerlo público, una vez sometido a los oportunos filtros y contrastes de calidad, si es posible internacionales, de forma que el mercado conozca las dudas debatidas y las respuestas acordadas.

Sin lugar a duda la aplicación de las NIC, que pretenden dotar a la UE de un marco contable homogéneo y transparente, con el principal objetivo de facilitar las decisiones de los inversores, es un reto muy importante que reclamará la mayor atención no sólo de la CNMV sino de todas las compañías cotizadas, así como de los analistas y auditores.

## **FOLLETOS DE EMISIÓN**

Les decía, en la primera parte de mi intervención, que corresponde a la CNMV velar por la transparencia de los folletos de emisión, como garantía de que los inversores puedan conocer los riesgos de los activos. No corresponde a la CNMV ni limitar, ni valorar, ni condicionar, los riesgos que los oferentes de activos pretenden transferir al mercado a través de los valores y los vehículos de inversión que ofrecen. Sí corresponde a la CNMV exigir que la información en el momento de ofertar los productos y durante toda la vida de éstos, refleje de manera clara y precisa los riesgos que incorporan los activos.

En este sentido, la CNMV, en colaboración con las instituciones del mercado debe hacer un esfuerzo para que los folletos de emisión mejoren en su contenido y forma. En este sentido, la Comisión está trabajando en

la transposición de la nueva “Directiva de Folletos”, la cual introducirá importantes novedades tendentes a garantizar una homogeneidad en los contenidos y una uniformidad en los criterios que el mercado viene exigiendo los últimos años. No se trata de inundar el mercado de información, se debe buscar que la información relevante esté en el mercado en tiempo y forma, de manera que pueda ser utilizada por analistas e inversores. La opacidad, la precariedad en la información, en su contenido y en su transmisión, tiene un coste, en primer lugar, para los cedentes de activos, pues se verán penalizados por el mercado tarde o temprano.

En este asunto, la CNMV está trabajando en la mejora del contenido y forma de los folletos de emisión de algunos tipos de productos, entre ellos las participaciones preferentes y los, hasta ahora, llamados CFA a fin de que los folletos reflejen con más claridad la naturaleza y características de tales productos.

En esta materia, el ideal perseguido es lograr que tanto emisores como inversores se comuniquen con un lenguaje claro, breve y preciso. Todo ello, convendrán ustedes conmigo, aumentará la transparencia de nuestros mercados y la formación de los precios, cosas ambas que forman parte del objetivo fundamental que la CNMV tiene fijado.

## **EUROPA**

El proceso de integración de los mercados de valores en la UE sigue avanzando dentro del marco de decisiones que definió el conocido “Informe Lanfalussy”. Es un camino arduo, que exige una gran cantidad de trabajo en muchos temas y entre un grupo muy amplio de países e

instituciones. Las decisiones que se van tomando van configurando lenta pero inexorablemente lo que será un mercado de valores integrado en toda la UE. No creo que sea necesario insistir ante ustedes de la relevancia de este asunto para la industria de valores nacional y para todos y cada uno de los agentes que intervienen en ella. Pero sí quiero constatar la escasa participación de los agentes privados españoles en los procesos de toma de decisión, especialmente durante los “periodos de consulta”. Estos periodos de consulta son muy importantes, pues a menudo influyen significativamente en las decisiones finales; además, la participación activa ayuda al sector a conocer mejor la compleja problemática que se desenvuelve este apasionante proceso de formación de un mercado de valores europeo competitivo, integrado y transfronterizo.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores se hace eco en su página WEB de los documentos en fase de consulta, provenientes de la Unión Europea (Comisión Europea), de CESR (Comité Europeo de Reguladores Europeos) y de IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores), solicitando comentarios de todos los participantes en el sector y en los mercados de valores españoles.

La CNMV incorpora a su Web documentos a consulta, con el fin de recabar opiniones sobre el contenido y alcance de futuros proyectos reguladores. Con ello, se busca la máxima transparencia y un amplio consenso con el sector en el proceso de elaboración de la normativa relativa a los mercados de valores.

Para impulsar más este proceso, la CNMV a través de su Comité Consultivo está dispuesta a canalizar, incluso traduciendo al inglés, cuantas

sugerencias quieran hacernos llegar y trasladarlas a los foros europeos correspondientes.

A modo indicativo les enumero los principales documentos que actualmente se encuentran en fase de consulta:

#### COMISION EUROPEA

- Documento de la Comisión Europea sobre los derechos de los accionistas de los Estados Miembros.

#### COMITÉ EUROPEO DE REGULADORES EUROPEOS.

- Documento de CESR sobre la diseminación de la información en relación con la Directiva de Transparencia.
- Documento sobre asesoramiento técnico sobre posibles modificaciones de la Directiva II de UCITS con la intención de clarificar las definiciones de “activos aptos” para inversiones de UCITS.
- La Directiva sobre abuso de mercado. Nivel 3 - Directrices preliminares de CESR e información sobre operativa común de la Directiva.
- Directrices para los Reguladores en relación a la aplicación de las disposiciones transitorias introducidas por la III Directiva de UCITS.
- Medidas que regulen la implementación de los principios contables “GAAP de terceros países” y los “IAS europeos”.
- Proyecto de asesoramiento sobre el segundo paquete de medidas recibidos de la Comisión Europea referidos a la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros.

Todos estos asuntos los he calificado de inmediatos, atendiendo principalmente a una cuestión temporal. En el caso del reglamento de IIC y las NIC por “imperativos del guión legislativo”, temporalidad impuesta por tanto. En el caso de los asuntos relacionados con la UE y los folletos de emisión de valores por temporalidad auto-impuesta dada la importancia que en la CNMV le damos a estos dos temas.

Les agradezco a todos ustedes la atención que me han dispensado y a los organizadores su amabilidad por haberme invitado.

Muchas gracias.