



Presentación del Informe Anual correspondiente al
ejercicio 2007

JULIO SEGURA, PRESIDENTE
29 de mayo, 2008

El objetivo de esta presentación es tratar de enmarcar la estrategia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), como supervisor de mercados y conductas, en el actual contexto de los mercados financieros, en especial, tras las turbulencias en los mercados financieros internacionales iniciadas a mediados de 2007. No pretende, por tanto, proporcionar información detallada sobre sus actividades en 2007 ni datos cuantitativos sobre la evolución de los mercados financieros españoles, aspectos ambos que están exhaustivamente tratados en el Informe Anual que ahora se publica.

El año 2007 presentó, desde el punto de vista del comportamiento de los mercados financieros, dos partes claramente diferenciadas. El primer semestre en que continuaron las tendencias expansivas del ejercicio precedente para, a partir de julio, iniciarse una crisis cuyo origen se encuentra en un segmento concreto del sistema crediticio estadounidense y que, a día de hoy, sigue centrando la atención de los principales organismos supervisores, de los bancos centrales y del resto de comunidad financiera.

Dicha crisis, originada por el aumento de los impagos por parte de los prestatarios de hipotecas de alto riesgo en EE.UU. ante la corrección del mercado inmobiliario y, por lo tanto, en la economía real, afectó inmediatamente a los mercados de capitales, mediante el uso de técnicas como el proceso de titulización, adquiriendo así un notable componente financiero.

No cabe duda alguna sobre los beneficios que traen consigo la innovación financiera y el desarrollo de nuevos productos. Por una parte, el cambio del modelo de originar para mantener a otro de originar para distribuir permite una mejor gestión del riesgo de las entidades. Por otra, la ampliación del abanico de activos financieros a disposición de los inversores incrementa sus posibilidades de diversificación. No obstante, en un contexto de abundante liquidez y tipos de interés reducidos, productos financieros complejos de difícil valoración y, en ciertos casos, con objetivos más próximos al arbitraje regulatorio que a la gestión de riesgos, han dado lugar a una significativa infravaloración de dichos riesgos y a su dispersión en el sistema financiero internacional de forma poco transparente.

La confianza sobre los instrumentos y las entidades financieras se vio perjudicada de forma notable tras el aumento de la morosidad en EE.UU. y la deficiente actuación de las agencias de *rating* que se vieron sorprendidas por los acontecimientos y se apresuraron a revisar las calificaciones de un amplio abanico de instrumentos. Ello condujo a una pérdida de valor de los instrumentos de titulización de activos hipotecarios y a la reducción de la liquidez en los mercados financieros. A pesar de las medidas implementadas por los principales bancos centrales para asegurar una distribución adecuada de la liquidez ante los problemas de

funcionamiento de los mercados interbancarios, se produjo un intenso proceso de reevaluación de riesgos y un ajuste de la oferta de crédito, que terminó afectando a las expectativas de crecimiento de las principales economías. Lo que inicialmente se había incubado como una crisis de carácter financiero, muy localizada en un tipo de activo –las hipotecas *subprime* y en una economía concreta –la estadounidense- se generalizó con rapidez a los restantes países y mercados financieros, primero el interbancario, después a los mercados de renta fija privada, acabando por afectar al sector de seguros –las *monoline* en un claro ejemplo de la inexistencia de fronteras sectoriales en el mundo financiero, terminando por contagiar a la actividad real de todas las economías.

Las entidades financieras y los inversores institucionales españoles, al igual que el resto de la comunidad financiera, se han visto inevitablemente afectados por la situación internacional, pero han mostrado una apreciable capacidad de resistencia gracias, por una parte, a la escasa exposición directa a instrumentos respaldados por hipotecas *subprime* y, por otra, a la solidez patrimonial de las entidades de crédito españolas propiciada por una prudente gestión de riesgos a lo largo del dilatado ciclo expansivo. Los efectos han sido principalmente indirectos, como consecuencia, principalmente, de la menor disponibilidad de fondos en los mercados mayoristas, a lo que hay que añadir el deterioro de las expectativas del sector inmobiliario nacional.

Una situación como la descrita obliga a los supervisores financieros a preguntarse si existen elementos nuevos respecto a otras crisis pasadas y, en caso afirmativo, a reflexionar sobre las medidas que puedan ayudar a recuperar la normalidad. Desde esta perspectiva, cabe señalar dos aspectos relevantes de dicha situación. El primero, la intensidad del efecto contagio: los problemas originados en un segmento muy limitado del mercado hipotecario estadounidense se han difundido, a través de productos estructurados, a instrumentos financieros muy distintos y han afectado rápidamente a entidades que no se encontraban expuestas directamente al riesgo de las hipotecas de baja calidad. El segundo, el mal funcionamiento del sistema de fijación de precios, reflejado en una reducción drástica de las transacciones, incluso una vez superadas las dificultades puntuales de liquidez, lo que ha conducido a que, para ciertos activos, haya dejado de haber referencias de mercado, algo que resulta especialmente relevante en el caso de los mercados de renta fija privada.

En este contexto, cabe preguntarse cuál es la actuación más adecuada de un supervisor financiero. La situación descrita tiene dos focos de atención: uno relacionado con la solvencia de las entidades financieras, es decir, con la supervisión microprudencial, y otro relacionado con el funcionamiento de los mercados y el comportamiento de los agentes que en ellos operan. La CNMV tiene, por ley, asignadas la mayor parte de sus competencias en el segundo ámbito, ya que su componente de supervisión prudencial se circunscribe esencialmente a las empresas de servicios de inversión y a las infraestructuras de mercado. Desde esta perspectiva, una situación de paralización de ciertos mercados financieros tiene un componente muy importante de pérdida de confianza en el sistema financiero en su conjunto cuyo principal antídoto no es otro que la mejora de la transparencia, una de las

principales competencias y responsabilidades de la CNMV. El art. 13 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) encomienda a la CNMV tres objetivos: velar por la transparencia, por la correcta formación de precios y proteger al inversor. La transparencia aparece pues como un objetivo directo pero, a su vez, como un instrumento fundamental para el adecuado funcionamiento de los mercados, entendiéndose como tal la disponibilidad de la información necesaria para que los agentes puedan tomar sus decisiones evaluándolas correctamente en términos de riesgo lo que, a su vez, constituye un elemento clave de la protección del inversor.

En una situación como la descrita, la transparencia presenta, al menos, tres grandes áreas de atención desde el punto de vista de la CNMV. La primera, la necesidad de aproximarse a valoraciones adecuadas cuando fallan los mecanismos de fijación de precios que permiten discriminar entre emisores. La segunda, poder conocer y entender de forma precisa las características relevantes de los productos financieros complejos. Y, la tercera, disponer de información fiable y completa sobre la situación real de las empresas emisoras de valores. Me explico.

La primera plantea el problema de la adecuada fijación de los precios, fijación que permita obtener valoraciones correctas que puedan ser utilizadas como una aproximación fiable del valor razonable de los activos que deben ser valorados según este criterio de acuerdo con las normas vigentes de contabilidad tanto para empresas emisoras, como para las Instituciones de Inversión Colectiva y el resto de las entidades cuya conducta supervisa la CNMV. Cuando no existe precio de mercado, ya que el mercado ha dejado de ser activo, es decir se trata de un mercado ilíquido, se hace necesario confiar en modelos de valoración para obtener el valor razonable. Estos modelos necesariamente han de estar basados en hipótesis, cuya determinación es básica para obtener un resultado u otro y para la fijación de los inputs a introducir en los modelos. Estos inputs han de proceder, en la medida en que sea posible, de datos de mercado.

Desde esta perspectiva, la actividad de la CNMV en 2007 se ha centrado en tratar de conocer, mediante reuniones con agentes del sector implicados en la elaboración y uso de dichos modelos, los sistemas de valoración utilizados, qué variables intervienen en el proceso y qué hipótesis concretas se asumen como válidas; y en transmitir que los datos que se utilicen para alimentar los modelos se basen, en la medida de lo posible, en datos de mercado, aún teniendo en cuenta las dificultades de ello. La CNMV también ha puesto énfasis en asegurar la transparencia de las negociaciones en los mercados de renta fija y ha tenido un papel muy activo con relación a estos temas en los foros internacionales de los que forma parte, como son el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Instituciones que han reconocido la necesidad de revisar las normas de transparencia en los mercados secundarios de renta fija.

El segundo componente de la transparencia se relaciona con la creciente complejidad de los productos financieros y la consecuente dificultad de comprensión y conocimiento de las características que los definen. A este respecto, la información disponible en los folletos de emisión es muy relevante. Por ello, la CNMV ha sido sensible a los cambios que se han observado en las emisiones, especialmente las de titulización de activos – la mayor parte de ellas adquiridas por la propia entidad originadora - instando a que se especificara tal información en el folleto, recordando a su vez que las condiciones resultantes no deben tomarse como referencia para valorar otros activos.

Este tipo de medidas se refuerzan en el ámbito de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que ha permitido avanzar en el logro de una información completa y adecuada al perfil de riesgo del cliente en el proceso de comercialización de los productos financieros. La estandarización de los productos es una de las fórmulas que facilitarían una mejor comprensión de los mismos.

El último componente de la transparencia se refiere a la información que deben proporcionar los emisores de valores. Esta información puede ser puntual, como es la contenida en los hechos relevantes o en las comunicaciones de autocartera de las entidades, o periódica, como es el caso de la información financiera. Con relación a la información periódica, ésta debe reflejar la realidad económica de la empresa y permitir al inversor conocer los riesgos y grados de exposición a posibles cambios en los mercados. La información relativa a los criterios de valoración de activos utilizados debe estar adecuadamente desglosada, así como las hipótesis en las que se basan y la justificación de su razonabilidad. Con relación a la valoración de activos inmobiliarios, y como resultado de los contactos mantenidos con el sector, la CNMV publica en su Informe Anual una serie de recomendaciones dirigidas tanto a las sociedades de valoración, como a las empresas de auditoría y sociedades cotizadas, recordando a las primeras, por ejemplo, la necesidad de implantar procedimientos internos que aseguren su independencia.

Lo anterior debe enmarcarse en un contexto de importantes cambios regulatorios entre los que destacan los tres siguientes. En primer lugar, la culminación del proceso de transposición de la Directiva de Transparencia de los emisores cuyos valores están admitidos a negociación en un mercado regulado, que genera un nuevo marco para la difusión de información de estas empresas y abre la puerta a una supervisión más directa y efectiva por parte de la CNMV en el proceso de verificación de la información contable. Así, por ejemplo, se establece la obligación de declaración de responsabilidad por parte de los administradores y se armonizan en el plano europeo los plazos de la publicación de informes semestrales y trimestrales en el caso de sociedades cotizadas. Adicionalmente, se introducen cambios sustanciales en, por una parte, las obligaciones de comunicación de participaciones significativas -al reducirse los umbrales y cambiar el cómputo por los derechos de voto – y, por otra, en la remisión de los hechos relevantes a la CNMV, que ahora debe hacerse simultánea a su difusión por cualquier otro medio y requiere una implicación más activa por parte de los emisores.

En segundo lugar, la publicación del Real Decreto de opas, que pretende una aplicación más sencilla de las reglas que rigen dichos procesos, ordena la competencia entre posibles oferentes para favorecer, principalmente, a los accionistas minoritarios y corrige algunos vacíos detectados en la anterior normativa, evitando en la medida de lo posible, el uso de criterios subjetivos por parte del supervisor al sustituir las opas intencionales a priori por un umbral objetivo de opa obligatoria a posteriori.

En tercer lugar, quizás uno de los cambios regulatorios más relevantes, la entrada en vigor de la MiFID, que supone una modificación substancial en la práctica de comercialización de los productos de inversión y, en definitiva, en el trato de las entidades con sus clientes, además de ampliar el catálogo de servicios de inversión y establecer nuevos requisitos de organización interna y normas de conducta.

Estos cambios regulatorios requieren por parte de la CNMV la publicación de los desarrollos normativos necesarios mediante Circulares, así como de aquellos criterios o recomendaciones que faciliten y concreten los detalles de su puesta en práctica. Gran parte de dichas actuaciones fueron recogidas en el Plan de Actividades de la CNMV, publicado el pasado mes de octubre. Así, la CNMV elaboró la correspondiente Circular sobre información pública periódica, la de comunicaciones de participaciones significativas y tiene avanzadas las futuras Circulares sobre hechos relevantes y la relativa a opas, que concretarán aún más los procedimientos a seguir en ambos casos.

Adicionalmente, con relación a la MiFID, la CNMV ha trabajado intensamente en colaboración con el sector para facilitar el proceso de adaptación de las entidades a la nueva Directiva. Se han mantenido múltiples reuniones bilaterales y las entidades presentaron a la CNMV sus planes de adaptación a la MiFID, con el objetivo de adecuarse a las nuevas exigencias y responder así a las recomendaciones realizadas por la institución. Fruto de dicha interacción fue la publicación por parte de la CNMV, igual que posteriormente hiciera CESR, de aclaraciones sobre la aplicación de la normativa, en formato de preguntas y respuestas, con el objetivo de ser lo más transparentes posible y cumplir con los compromisos que, por otra parte, se habían anunciado también en el Plan de Actividades de la CNMV.

En este punto, quisiera hacer unas reflexiones sobre la función de supervisión que realiza la CNMV, tanto de mercados como de entidades, y en concreto sobre el necesario enfoque de la supervisión basada en el riesgo. Como ya he comentado, el contenido sistémico de las competencias supervisoras de la CNMV es muy limitado. Esto hace que una utilización equilibrada de los recursos disponibles para la supervisión implique, en el caso de entidades, primar las inspecciones horizontales sobre prácticas detectadas y especialmente generalizadas que impliquen un alto riesgo sobre las inspecciones exhaustivas de sociedades individuales y, en el caso de mercados, concentrarse especialmente en las prácticas que impliquen abuso de mercado.

Ello supone, a efectos prácticos, la elaboración periódica por parte de la CNMV de mapas de riesgos para las entidades sujetas a supervisión con arreglo a variables macroeconómicas y financieras que determinen las prioridades. En el ámbito de los mercados de valores, por su parte, se establecen sistemas de alarmas automáticas que permiten detectar movimientos inusuales en los precios de las acciones, además de las revisiones sistemáticas que se realizan de aquellas operaciones societarias susceptibles de ser escenario de posible uso de información privilegiada o manipulación de precios.

El desarrollo durante el pasado ejercicio de la iniciativa contra el abuso de mercado es una muestra de nuestra prioridad por el cumplimiento de las normas de conducta presentes hace tiempo en nuestro ordenamiento. Dicha iniciativa es el resultado de un esfuerzo colectivo tendente a facilitar y clarificar el cumplimiento de las obligaciones de los participantes del mercado. Algunos de los resultados de dichas actuaciones han sido la publicación de la Circular sobre contratos de liquidez y de otros criterios, así como otros que verán la luz en 2008, como los criterios relativos a comunicaciones de operaciones sospechosas y el desarrollo de la regulación sobre información relevante.

Implícita en toda actividad de supervisión de la CNMV se encuentra uno de los objetivos fundamentales de la institución, que es la protección del inversor. Respecto al inversor minorista, la CNMV realizó un especial esfuerzo en 2007 por avanzar en la mejora de la comunicación, información y protección del mismo que se puede resumir en cuatro aspectos.

Primero, se avanzó en la mejora de la formación financiera, para lo que se trabajó en el diseño de un Plan de Educación Financiera conjuntamente con el Banco de España para los próximos cuatro años, recientemente presentado, y cuyos detalles pueden encontrarse en el informe publicado bajo el mismo título. Segundo, se intensificó el trabajo para mejorar la información financiera que recibe el inversor, con nuevas publicaciones y comunicaciones junto con mejoras en la página web del rincón del inversor. Tercero, se atendieron las consultas y reclamaciones a través de la Oficina de Atención al Inversor, con un notable aumento de las consultas. Y, finalmente, se dedicó una atención especial a la publicidad financiera de las entidades comercializadoras, mediante la revisión previa voluntaria por parte de la CNMV de las campañas publicitarias, para lograr el objetivo de que éstas sean precisas y no engañosas.

La función de supervisión termina, en algunos casos, en el ámbito de la actuación disciplinaria. Esto es, la potestad sancionadora cabe entenderla como un instrumento de disciplina del que dispone la CNMV, adicional a la función de vigilancia y supervisión, que juega un importante papel preventivo en el cumplimiento de las instrucciones y recomendaciones formuladas por el organismo. Asimismo, las tareas de información y formación a los inversores realizadas por la CNMV también son útiles en este sentido. Es por ello que los resultados no deben medirse en términos de número de expedientes

sancionadores, sino en el grado de complejidad y relevancia de lo tratado y en el efecto disuasorio logrado.

Durante el pasado ejercicio, la actuación sancionadora, en términos de expedientes sancionadores abiertos y concluidos, se ha dirigido fundamentalmente a sancionar conductas de utilización de información privilegiada, de prestación de servicios de inversión sin habilitación (los llamados chiringuitos financieros), de incorrecta aplicación del régimen de ingresos, comisiones y gastos de las Instituciones de Inversión Colectiva y de suministro de información inexacta al mercado. En este punto cabe destacar la disminución de expedientes a chiringuitos financieros, cuya presencia es cada vez menor.

Por último, cabe señalar que en el ejercicio 2007 se han publicado en el Registro correspondiente 14 sanciones impuestas por la CNMV, una vez ganaron firmeza en vía administrativa. Esta medida de publicidad de sanciones, ya adoptada en ejercicios pasados, ha demostrado ser muy eficaz para disuadir de incumplimientos futuros.

Termino con tres comentarios sobre temas de futuro: los compromisos más inmediatos de la CNMV, una reflexión sobre la arquitectura de la supervisión financiera y una valoración del personal de la institución.

La CNMV, reforzando el compromiso de transparencia y rendición de cuentas que toda institución supervisora independiente debe extremar, publicó por primera vez en sus 20 años de existencia, en el pasado mes de octubre, un Plan de Actividades que especificaba 68 compromisos de trabajo a desarrollar entre octubre de 2007 y diciembre de 2008 por trimestres en las áreas supervisora, reguladora y de publicaciones, una iniciativa que sólo cuenta con el antecedente de la Financial Services Authority británica entre los supervisores de la Unión Europea. Este Plan sólo incluye una modesta parte del trabajo de la CNMV, ya que, por ejemplo, no aparecen reflejados en él los planes de supervisión y registro, la gran mayoría de la actividad internacional, los servicios jurídicos o el área de estudios, así como los aspectos de organización interna, entre otros. Para dar una idea de la carga adicional de trabajo que supone el marco regulador descrito en las páginas precedentes, bastará señalar que entre los compromisos aparece la elaboración de 25 Circulares, más de las aprobadas en el último lustro. Me es grato poder decir que, al día de la fecha, en los dos trimestres transcurridos, de los 35 compromisos asumidos para este periodo, se ha cumplido más del 80% y que de los cumplidos con retraso todos menos dos son imputables a factores no controlables por la CNMV. Y cabe señalar que, a lo largo de los ocho meses que median desde la publicación del Plan de Actividades, el desarrollo del mismo ha hecho que se incorporen 23 compromisos más.

En fechas recientes el Gobierno ha hecho pública su intención de consolidar en España un modelo de supervisión financiera de tipo funcional, conocido como *twin peaks*, formado por dos instituciones: un supervisor de solvencia, el Banco de España, y otro de mercados y conductas de los agentes, la CNMV o como resulte rebautizada. Esta es una decisión muy satisfactoria en mi opinión ya que, desde el año 2003, vengo sosteniendo, en textos

publicados, las ventajas de este modelo para España frente al de supervisor único y el de supervisor sectorial.

Apuntaría dos ventajas, entre otras, de la opción elegida. La primera y fundamental, que el conflicto de intereses entre la supervisión de solvencia y de conductas, que se agudiza en situaciones de crisis financieras, es mejor que se reconozca y resuelva con transparencia entre dos instituciones distintas, que como un problema interno de una sola institución que, inevitablemente, se sesgaría en una u otra dirección. Esto exige una coordinación muy estrecha entre ambos supervisores bajo el principio de que quien toma las decisiones finales es quien tiene las competencias, y por tanto la responsabilidad, sobre el tema. Y les puedo asegurar que en el año de mi presidencia de la CNMV, la colaboración con el Banco de España ha sido un modelo de transparencia y cooperación leal. Cada institución ha tomado sus decisiones, pero siempre ha escuchado a la otra.

La segunda ventaja del modelo de *twin peaks* reside en que las sinergias entre supervisión macro y microprudencial son muy elevadas, lo que avala que un solo organismo se ocupe de ambas; pero las sinergias entre supervisión prudencial y de conductas son casi inexistentes, lo que hace que su fusión en una única institución presente deseconomías de escala organizativas además de traer consigo una excesiva concentración de poder.

Pero un modelo de tipo *twin peaks* requiere, en nuestro país, además de ciertas transferencias, en ambas direcciones, entre el Banco de España y la CNMV, y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones a ambos, una semejanza en los estatus institucionales de los dos supervisores –los picos deben ser gemelos– en tanto que tales, en lo que respecta, principalmente, a la flexibilidad de gestión interna. Y, desde esta perspectiva, la situación actual de la CNMV es muy deficitaria.

Espero que la iniciativa del Gobierno y el trabajo del Congreso de los Diputados, termine alumbrando una arquitectura de supervisión financiera y una nueva LMV que permitan mejorar el actual grado de eficacia de la supervisión financiera española y que sea homologable al de los supervisores financieros más avanzados.

Unas últimas palabras de agradecimiento, nada protocolarias, al personal de la CNMV. Cuando en marzo de 2006 me incorporé como Consejero a la institución, me sorprendió muy agradablemente comprobar, en el trabajo día a día, la elevada competencia técnica de los servicios de la casa, que nada tiene que envidiar a la de otros supervisores. Esta impresión no solo se ha visto confirmada en mi año como Presidente de la CNMV sino que, además, he podido comprobar como el trabajo de la casa, en situaciones especialmente difíciles y de gran presión mediática, no se ha resentido, en una demostración de alta profesionalidad. Como las instituciones son su personal, y no sus gestores temporales, vaya con mi agradecimiento la convicción de que, desde el punto de vista del capital humano, la institución que hoy represento, y que en este año cumple 20 de existencia, hará frente con suficiencia a todos los intensos cambios que he tratado de describir en esta presentación.

