

**Notas para la clausura de las Jornadas de Jefes de Tesorería y Jefes de
Mercados de Capitales, organizado por la CECA**

Carlos Arenillas Lorente

Vicepresidente de la CNMV

2 de junio 2006, Praga

Saludos y agradecimientos

Dividiré mi charla en dos partes. En la primera, y a petición de los organizadores, hablaré brevemente de las nuevas oportunidades de inversión que ofrece el desarrollo del reglamento de inversión colectiva. Y en la segunda parte, aprovecharé para reflexionar sobre los retos a los que se enfrenta la CNMV en el corto y medio plazo, haciendo hincapié en los aspectos que estamos abordando actualmente en el seno de la CNMV, sin menoscabo del trabajo cotidiano que conlleva el día a día de los mercados financieros.

I. Nueva regulación de inversión colectiva

La industria de la inversión colectiva es un sector de suma importancia para el conjunto de las economías por diversos motivos. A fin de cuentas es el modo en que los pequeños y medianos inversores acceden a los mercados financieros, mediante una gestión profesionalizada de sus ahorros, y es un síntoma de madurez financiera de las economías, pues favorece una adecuada asignación de las necesidades ahorro-inversión. En España, el total invertido en los fondos de inversión supera ya los 270,000 millones de €, lo que representa alrededor del 30% del PIB nacional.

En consecuencia, todo cambio en la regulación que afecte a la industria de inversión colectiva es de gran trascendencia para todos.

La nueva regulación sobre inversión colectiva, cuyo reglamento se aprobó a finales del año pasado, y la circular de la CNMV recientemente aprobada, introducen diversos cambios, entre los que cabe destacar los siguientes:

- a) Flexibiliza el régimen operativo, pues introduce nuevas figuras y productos, como los fondos de inversión libre (los *hedge funds* españoles) o los fondos cotizados, y amplía el conjunto de activos aptos.
- b) Refuerza la protección del inversor, mediante nuevos requisitos de transparencia y novedades en el régimen de comisiones, como el establecimiento de marcas de agua para el cobro de comisiones por resultados y sistemas de imputación individual de resultados,
- c) Y refuerza también las normas de conducta, ampliando el catálogo de operaciones vinculadas.

Entre estas cuestiones, quisiera profundizar en el primer punto, pues la introducción de nuevas posibilidades de inversión y, en concreto, la regulación de los denominados "fondos de inversión libre", es un paso importante en la modernización de nuestro mercado de valores y de nuestro sistema financiero.

La creciente demanda por parte de los inversores de nuevos productos en los que invertir y el continuo desarrollo de los mercados requiere de una respuesta por parte de las instituciones que:

- mantenga la eficiencia del sector español de inversión colectiva,
- garantice un adecuado grado de transparencia, que de confianza a los participantes
- y asegure la apropiada protección de los inversores, modulando en ocasiones las medidas introducidas en función del tipo de inversor.

La novedad de la regulación en el ordenamiento español de la industria de *hedge funds* - a pesar de que son productos con varios años de experiencia en el mercado internacional- y la opacidad del sector- por la escasez de cifras oficiales y su escasa regulación - hacían que su regulación no fuese una tarea sencilla.

Por ello, en la CNMV se creó un grupo de trabajo específico para profundizar en el conocimiento de la industria. Gracias a la colaboración durante el último año de los profesionales del sector, que debo decir ha sido una experiencia altamente satisfactoria, ha surgido un trabajo de calidad notable que nos ha permitido desarrollar la Circular sobre instituciones de inversión libre y estar preparados para cumplir de forma adecuada con las funciones de supervisión que nos competen.

La nueva regulación requería encontrar un adecuado equilibrio entre flexibilidad y seguridad. Esto es, tenía que ser, por un lado, suficientemente flexible para permitir el desarrollo de estos productos pero, a su vez, capaz de mantener y garantizar el cumplimiento de unos determinados requisitos de normas de conducta, organizativos y de transparencia, que asegurasen que este tipo de productos cuentan con una gestión del riesgo adecuada.

La nueva regulación refleja bien este equilibrio, como resultado de un análisis coste-beneficio de las distintas medidas regulatorias.

En efecto, la regulación dota a estas instituciones de una gran flexibilidad en sus políticas de inversión, eximiéndoles de los límites de diversificación de riesgo y de apalancamiento de las IIC tradicionales. Pero, como contrapartida, exige a las gestoras un refuerzo extra de sus sistemas de control y medición de riesgos.

De este modo, parte de la regulación se centra en las exigencias establecidas a las gestoras, que deben cumplir con unos determinados requisitos. Por ejemplo, que dispongan de unos recursos propios por riesgo operacional (en la línea de Basilea II) o que los gestores gocen de una determinada experiencia y conocimiento del mercado, entre otros.

Asimismo, se hace un énfasis especial en los sistemas de control de riesgos por parte de estas entidades. Las gestoras deben contar con sistemas adecuados de medición y control del riesgo en función de las estrategias utilizadas y realizar periódicos ejercicios de *stress testing*.

Como saben, la industria de *hedge funds* conlleva una compleja estructura de relaciones con instituciones como el administrador, el *prime broker* o el *investment advisor*. La nueva regulación no regula de forma específica tales instituciones. Lo que sí hace es controlar determinados aspectos de la delegación de funciones y la prestación de servicios por estas entidades, de modo que se garantice el adecuado ejercicio de las necesarias funciones de control por parte de la gestora y del depositario. Por ejemplo, si la financiación otorgada por el *prime broker* implica la aportación de colateral, dicho operador deberá dar al depositario la información

necesaria para el cumplimiento de sus funciones de supervisión y vigilancia. Asimismo, en los procesos de selección de las inversiones en un fondo de fondos, el depositario tendrá que acordar con la gestora los criterios y procedimientos para la evaluación y análisis de las inversiones en las funciones que le son propias. De este modo, se facilita la llamada "disciplina de mercado" por la cual son los propios participantes los que contribuyen a controlar el riesgo del sistema.

Además, la nueva regulación, contribuye a mitigar los posibles conflictos de interés que pueden aflorar entre las partes dada la estructura organizativa de la industria.

Un punto especialmente relevante es garantizar la fiabilidad de la valoración de los activos, dada la complejidad de las operaciones y la poca liquidez que a veces tienen los subyacentes utilizados. El administrador, que suele ser el responsable del cálculo del valor liquidativo, deberá ser independiente de las funciones de gestión. Y, si las funciones se delegan, éstas no podrán ser ejercidas por el depositario o el *prime broker*.

Respecto a este punto, quisiera resaltar que, a nivel internacional, se está trabajando en la redacción de unos estándares internacionales sobre valoración de *hedge funds* a través de un grupo de reguladores que se ha creado en el seno de IOSCO, en el que la CNMV participa activamente.

En definitiva, podemos afirmar que la nueva regulación ha establecido un marco normativo que permite el desarrollo de la industria, manteniendo la eficiencia de la inversión colectiva española y, en consecuencia, la del conjunto del sistema.

En este sentido, la CNMV, en colaboración con el Banco de España y con el Ministerio de Economía, trabaja (a través del Comité de Estabilidad Financiera) en el seguimiento y medición de posibles actuaciones o prácticas que pudiesen mermar la eficiencia de los mercados financieros, afectando negativamente el proceso de formación de precios y la estabilidad del conjunto sistema. Ello es especialmente relevante dado el actual grado de expansión del sistema financiero, el nivel de apalancamiento del mismo y la creciente complejidad de los instrumentos financieros, en un contexto de elevada movilidad de riesgos.

En el caso concreto de los *hedge funds*, no cabe duda de los beneficios que aportan al conjunto de los mercados financieros, pues son una importante fuente de liquidez y mejoran la asignación de los recursos, pero también es cierto que han suscitado la preocupación por parte de organismos internacionales como el BIS, por los posibles efectos de algunas de sus operativas sobre la estabilidad del sistema.

Para terminar esta primera parte, quisiera recordar que, para que la industria de inversión colectiva siga manteniendo la confianza de los inversores, es esencial contar con una adecuada política de comercialización de los productos, sobre todo cuando hablamos de inversiones de naturaleza compleja, como los fondos de inversión libre. El producto debe adecuarse a las necesidades del inversor y éste debe comprender la naturaleza de lo que adquiere. En el último extremo, un inversor informado asume mejor los riesgos de sus inversiones y ello redundará en el beneficio de ambas partes.

El interés por parte de la CNMV por el fomento de la inversión colectiva va más allá de nuestras fronteras, pues como les decía, su desarrollo es clave para el crecimiento de los mercados: aumenta su profundidad, fomenta los sectores prestadores de servicios, desarrolla los mercados de activos locales y de derivados y, en definitiva, permite diversificar riesgos y mejorar la gestión del balance. Por ello, la CNMV está trabajando también para mejorar el conocimiento de la inversión colectiva en los países de América Latina, de la mano del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores y con la colaboración de la Fundación Inverco y la Fundación CIFF, con el objetivo de contribuir al estímulo de la industria en estos países. A finales de año, se publicará un pormenorizado estudio sobre la industria de inversión colectiva en América Latina, en el que se está trabajando actualmente.

Por no extenderme más, les comunico que la próxima semana (el 6 de junio) hemos organizado, conjuntamente con la Fundación Inverco, un breve acto para presentar la nueva regulación de fondos de inversión libre, en el que contaremos también con la participación de la DG Tesoro y Política Financiera. Acto al que por supuesto están ustedes invitados.

II

En los minutos que me quedan repasaré de forma breve los principales retos a los que la CNMV se enfrenta en el corto y medio plazo, sin detrimento de su trabajo diario. En concreto, voy a hacer referencia a tres grupos de asuntos:

- las implicaciones del actual proceso de integración de los mercados financieros,
- trabajos para mejorar la competitividad de los mercados de valores
- y, finalmente, haré una breve mención a la importancia del fomento del buen gobierno de las empresas.

Integración de los mercados financieros

Cualquier actuación de la CNMV debe enmarcarse en el actual proceso de integración de los mercados financieros, que se ha intensificado de un tiempo a esta parte. Este proceso tiene su máximo exponente en el ámbito europeo donde se viene desarrollando desde hace años el llamado PASF que persigue la creación de un espacio financiero integrado en la UE, pero el terreno de juego es cada vez más amplio, dada la creciente globalización.

De cómo se prepare nuestro mercado –inversores, intermediarios, emisores, supervisores e “infraestructuras- y de cuán competitivo sea, dependerá nuestro papel en esos mercados financieros globales.

Un ejemplo de los cambios que estamos observando es, como saben ustedes, la próxima salida a bolsa del Grupo Bolsas y Mercados Españoles, que tendrá lugar en un breve plazo de tiempo. El proceso de salida a bolsa del Grupo BME es una gran oportunidad para los mercados españoles, que debe realizarse siguiendo al máximo los requisitos de transparencia, cuyo cumplimiento debe ser exquisito, especialmente en relación al seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo.

A fin de cuentas, las empresas que gestionan las estructuras de negociación y compensación y liquidación de los mercados de valores tienen una responsabilidad muy elevada, pues son -indirectamente- una herramienta de los reguladores y supervisores financieros para alcanzar los objetivos públicos relacionados con la integridad y buen funcionamiento de los mercados de valores.

Es por ello que, entre otras cuestiones, el gobierno corporativo de estas empresas adquiere una importancia especial. No sólo por el papel que el buen gobierno juega hoy en día en la valoración de las empresas por parte de los inversores, sino también porque es en estas empresas donde se negocian los valores de capital y deuda que emiten el conjunto de empresas cotizadas.

En consecuencia, BME debe dotarse de unas normas de gobierno corporativo exquisitas, logrando con ello no solo atender a los objetivos de interés público y situarse al nivel de otras empresas equivalentes a nivel internacional, sino además ser un ejemplo a seguir por las empresas que cotizan en su mercado. Podríamos decir que BME debe cumplir, más que explicar, ejemplarmente el recién aprobado Código Unificado y atender a las recomendaciones específicas sobre este tipo de empresas emitidos por organismos internacionales como el BCE o IOSCO.

Un buen gobierno corporativo en BME es una garantía para todos, inversores, emisores, intermediarios, supervisores y reguladores... y, desde luego, para sus accionistas.

En cuestiones regulatorias, el principal exponente de los próximos cambios que se avecinan es la nueva Directiva de Servicios de Inversión, la MIFID, cuyas normas de desarrollo de nivel II están pendientes de aprobación, disponiendo de plazo hasta noviembre de 2007 para completar el proceso de preparación e implantación de la MIFID en nuestro país.

En este ámbito, la CNMV ha hecho ya un notable esfuerzo de difusión de la nueva normativa, que se va a intensificar en los próximos meses.

Entre las novedades que introduce la nueva Directiva, es especialmente relevante la introducción de la libertad de competencia entre las distintas formas de organización de los mercados, y me refiero a mercados en su sentido más amplio. En concreto, la MIFID contempla la existencia de tres tipos de sistemas de negociación distintos que compiten entre sí: los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (los SONES, como el MAB) y los Internalizadores Sistemáticos, que aunque son un fenómeno más común en el ámbito de renta fija, constituyen una importante novedad

en el ámbito de la contratación de la renta variable y requerirán un esfuerzo de adaptación por parte de todos.

Para que puedan competir entre sí, se requiere de unos requisitos que garanticen la igualdad de condiciones: los conocidos como requisitos de transparencia pre-negociación y post-negociación. La introducción de estos aspectos va a ser un reto para todos los agentes de los mercados, pero también para los organismos supervisores. Pues será necesario disponer de mecanismos que garanticen la adecuada agregación y difusión de la información.

Otro de los aspectos relevantes de la MIFID es el refuerzo de las normas de conducta, las cuáles van a estar ajustadas en función del tipo de cliente (según el grado de conocimiento y experiencia en el mercado, éstas serán más o menos exigentes).

El cumplimiento de las normas de conducta es ya un elemento importante para las entidades financieras, sobre todo en la comercialización de los productos de inversión, en la medida en que los bancos y cajas son los principales prestadores de servicios de inversión. El proceso de colocación debe garantizar que las características del producto se adecuan a las necesidades del cliente. Como saben, la CNMV está considerando este tipo de cuestiones en los planes regulares de supervisión de la comercialización por entidades financieras.

La comercialización al inversor minorista de productos a largo plazo como son las participaciones preferentes, en los casos en que el emisor coincide con el colocador, puede ser fuente de posibles conflictos de interés. Por ello, es necesario establecer mecanismos que garanticen que las condiciones financieras establecidas para la emisión se adecuan a las condiciones de mercado. El seguimiento del mejor interés de los clientes, es el único modo de garantizar el mejor interés para las entidades, pues el beneficio es mutuo. La CNMV ha hecho un esfuerzo recientemente en este sentido y seguirá vigilando que se respeten los derechos de los clientes de ser informados de forma veraz y completa.

Mejora de la competitividad de los Mercados

El segundo de los objetivos que quería mencionarles es la mejora de la competitividad de los mercados financieros. Varios son los grupos de trabajo –integrados por profesionales de la CNMV y de entidades de los mercados- que tenemos abiertos al

respecto: desde el Grupo de Expertos de Mercados, hasta el Grupo de Expertos en Titulización -que tiene como objetivo determinar la posibilidad de consensuar determinados procedimientos y criterios, y examinar las posibles mejoras legislativas que se podrían proponer al gobierno- o el de Expertos Contables, que ya lleva varios años funcionando con un éxito notable en la aplicación de las NIFF en España.

Una de las áreas en las que considero que hemos logrado un gran avance es en la mejora de la competitividad del mercado de renta fija, objetivo en el hemos estado trabajando durante el último año y medio.

Tras la entrada en vigor de la Directiva de Folletos, en la CNMV se ha trabajado activamente en la estandarización de los folletos de emisión de los principales valores de renta fija privada, con el objetivo de agilizar al máximo los trámites de verificación y registro, manteniendo la total seguridad del proceso. Este trabajo ha culminado con la informatización de los trámites, mediante el desarrollo del folleto electrónico para las emisiones de renta fija, tanto para la nota de valores como para las condiciones finales, en una primera fase.

La presentación del folleto electrónico en las emisiones, mediante el sistema de cifrado CIFRADO y firma electrónica, permite sustituir al tradicional formato papel manteniendo las máximas garantías y agilizando los procesos. Así, el uso del folleto electrónico permite la informatización de los trámites de remisión, verificación y registro, compaginando la necesaria flexibilidad que requieren estos productos con el objetivo de estandarización.

El trabajo realizado ha sido posible gracias a la colaboración de los emisores y al trabajo de AIAF, aportando observaciones y mejoras. El diálogo constante entre supervisor y, en este caso, emisores, es el mejor modo de avanzar en la mejora del funcionamiento de los mercados.

Gobierno corporativo y fomento de la transparencia

Para terminar, comentaré brevemente algunos aspectos en relación al gobierno corporativo de las empresas que emitan valores cotizados de deuda o capital.

En los últimos años, el mercado español ha mejorado mucho en cuestiones de transparencia y buen gobierno de las empresas. Esto es importante porque un adecuado gobierno de las empresas facilita el desarrollo del ciclo ahorro-inversión, pues el cumplimiento de las prácticas establecidas aumenta la valoración de las empresas y favorece la captación de ahorro.

Los principales problemas de gobernanza de las entidades surgen cuando los intereses de los que gestionan la entidad no coinciden con los intereses de los propietarios, que en el caso de las sociedades cotizadas son los accionistas. Por tanto, uno de los principales objetivos de todos los códigos es alinear los incentivos de los accionistas y los administradores de la sociedad y limitar o eliminar los conflictos de interés que pueden emerger. Asimismo, se busca también garantizar la igualdad de trato entre los múltiples accionistas de la entidad y de ma...

A mediados del año pasado, el gobierno decidió que era necesario avanzar en el fomento del buen gobierno de las empresas y para ello dispuso la creación de un Grupo Especial de Trabajo presidido por el Presidente de la CNMV y que tenía como principal objetivo la elaboración de un documento único de recomendaciones de gobierno corporativo para las sociedades cotizadas. Dicho Código debía "unificar" los dos existentes hasta entonces, teniendo en cuenta las recomendaciones que la UE y la OCDE han aprobado en los últimos años en esta materia. Documento que fue finalmente aprobado por unanimidad del Grupo de Trabajo y por el Consejo de la CNMV y hecho público hace un par de semanas.

El Código Unificado es el resultado de varios meses de trabajo, en el que se ha buscado siempre el máximo consenso posible. Como saben, las recomendaciones siguen la norma de "cumplir o explicar", basándose en la premisa de que lo relevante es la transparencia y que son los inversores quienes, disponiendo de toda la información necesaria, deben juzgar las prácticas de gobierno de cada entidad. Para que ello sea posible se requiere de un esfuerzo importante en materia de transparencia, como he comentado, pero también de clarificación y consenso en las definiciones de determinados conceptos, como el de consejero independiente. Tema aparte son las cuestiones que sobre gobierno corporativo y transparencia ya están reguladas, siendo posible que el gobierno amplíe la regulación sobre estas materias.

En el caso particular de las Cajas de Ahorro, cabe decir que se ha avanzado mucho en la transparencia y en la difusión de información sobre las prácticas de gobierno corporativo, tal y como reflejan los informes remitidos a la CNMV. No obstante, siempre quedan aspectos en los que se puede mejorar.

Uno importante en el que vale la pena insistir es en la necesidad de que las entidades se doten de rigurosos sistemas de control de riesgos, los cuales pueden ser riesgos financieros, operacionales o regulatorios. Hay mucho trabajo hecho ya, pero se debe seguir avanzando en su seguimiento y control, pues es el único modo de poder gestionar de forma eficiente las variables riesgo y rentabilidad.

Por último, insistir en que el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno contribuye a la creación de valor de las empresas y mejora la transparencia en los mercados financieros, uno de los objetivos claves para avanzar en la mejora de la competitividad y eficiencia de nuestros mercados.

III

No quisiera terminar sin recordar que la CNMV también cumple un papel importante en el asesoramiento de la regulación europea, participando en diversos comités y grupos internacionales, y en la transposición las normas comunitarias al marco legal español, asesorando al gobierno en las cuestiones relacionadas con los mercados de valores, como es el caso de la Directiva de OPAs o la Directiva de Abuso de Mercado.

A modo de conclusión, quisiera recordarles que todos los retos son siempre una oportunidad para mejorar y aumentar la eficiencia de los mercados financieros. Como siempre digo, esta es una tarea que nos compete a todos, entre los que también está el organismo supervisor. Por lo que a nosotros se refiere, aparte de nuestro quehacer diario de cumplimiento del mandato legal que la CNMV tiene encomendado y de impulsar el trabajo en los temas que hoy les he comentado, cabe decir que estamos haciendo un notable esfuerzo de modernización y de mejora interna de la CNMV en varios aspectos:

- la gestión de los recursos humanos, el factor más importante de la CNMV, que se ha reforzado con nuevos profesionales y se está

trabajando en mejoras en los procesos de selección, formación y desarrollo de nuestro personal técnico.

- En la mejora de la imagen externa, unificando publicaciones y fomentando la difusión de información, como se mostrará en breve. Próximamente se presentará el plan de publicaciones y estadísticas de la CNMV, que supondrá un avance notable para hacer llegar al mercado y a los ciudadanos en general la importante base de datos que tiene la CNMV, así como los trabajos y estudios que en su seno se realizan
- Y, por último, en la aprobación de un plan de mejora de las instalaciones físicas y de los sistemas de información y seguridad, para dotar a la CNMV de un mayor grado de eficacia en el cumplimiento de sus funciones.

Confío en que todas las variadas iniciativas y medidas que hoy les he relatado ayuden a entender mejor en qué dirección está trabajando la CNMV y a lograr así niveles superiores de eficiencia de nuestros mercados de capitales.

Gracias por su atención y quedo a su disposición para el coloquio.