



Presentación del Informe Anual correspondiente al  
ejercicio 2010

JULIO SEGURA, PRESIDENTE  
24 de mayo, 2011



El año 2010 se caracterizó, por una parte, por un entorno de recuperación de la actividad económica internacional, con evolución dispar entre economías, y, por otra, por la persistencia de periodos de elevada inestabilidad en los mercados financieros, especialmente en los mercados de deuda soberana en varias economías de la zona euro.

La economía mundial mantuvo durante 2010 la senda de recuperación que inició a mediados de 2009, con un crecimiento de la actividad global del 5%. Este crecimiento evidenció un comportamiento dual, con un mayor dinamismo de las economías emergentes frente a los países industrializados. El encarecimiento de las materias primas, debido en parte a las tensiones geopolíticas en países exportadores de petróleo, conllevó un aumento sustancial de las tasas de inflación a nivel global. El aumento de las presiones inflacionistas motivó un adelanto en el perfil temporal esperado de subidas de tipos de interés por parte de los principales bancos centrales. En la zona del euro, el BCE, que ha mantenido los tipos de interés sin variaciones desde mayo de 2009, incrementó, por primera vez desde julio de 2008, el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 1,25%.

En este entorno, los mercados financieros internacionales estuvieron sujetos a episodios de inestabilidad consecuencia de las incertidumbres fiscales en varios países de la zona euro. Especialmente notables fueron los aumentos de los indicadores de riesgo soberano en mayo, coincidiendo con la intensificación de la crisis griega, y en diciembre, a raíz de la crisis de deuda irlandesa. En algunos casos, el incremento de las primas de riesgo soberano de países europeos como España o Italia se vio amplificado por el efecto de contagio originado por los países más débiles.

Las emisiones de renta fija privada se vieron afectadas por las crisis de deuda soberana. En Europa, estas se redujeron más de un 32% respecto a 2009, particularmente en el caso de las entidades financieras. Los mercados internacionales de renta variable, por su parte, mostraron un comportamiento dispar a lo largo del ejercicio, con descensos en las economías más afectadas por las incertidumbres y aumentos de las bolsas estadounidenses, alemana y británica, principalmente.

Medidas como el reforzamiento del mecanismo de asistencia financiera de la Unión Europea (UE) aportaron confianza a los mercados. Actualmente, estos siguen sujetos a incertidumbre desde comienzos de año, con persistencia de primas de riesgo elevadas en Grecia, Irlanda y Portugal, mientras se observa moderación en la percepción del riesgo asociado a las deudas española e italiana.

Las previsiones más recientes apuntan a un crecimiento moderado de la actividad mundial en los próximos años, cercano al 4,5%, pero no exento de riesgos, entre los que destacan tres. En primer lugar, los derivados del aumento del precio del petróleo, en un marco de crecimiento de la actividad aún débil. En segundo lugar, la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y de finalizar el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero. Finalmente, la posibilidad de que se estén acumulando ciertos desequilibrios financieros agregados en algunas economías emergentes.

En este contexto, la economía española inició una senda de suave recuperación que le permitió salir de la recesión en términos técnicos. En 2010, el PIB retrocedió levemente el

0,1%, lo que contrasta positivamente con el dato de 2009, si bien refleja un comportamiento peor que el de otras economías de referencia de la zona euro.

Lamentablemente, la tímida recuperación de la actividad no se refleja en las cifras del mercado de trabajo, donde se mantienen tasas de desempleo en torno al 20% de la población activa. Cabe señalar, por otra parte, el descenso del déficit público, motivado por las medidas de reducción del gasto público, y las menores necesidades de financiación exterior de la economía española.

Los episodios de crisis en la deuda soberana europea incidieron en el riesgo soberano español, que impulsó a su vez un aumento de las primas de riesgo del sector privado. Lo anterior no favoreció el acceso a la financiación de las entidades financieras españolas en los mercados mayoristas, si bien descendieron las emisiones avaladas y el recurso a la financiación del Eurosistema. El aumento de las primas de riesgo fue notable también en las empresas no financieras cotizadas.

Nos encontramos, por tanto, ante un entorno de progresiva recuperación de la actividad económica para los próximos años con tres riesgos relevantes. En primer lugar el aumento de la inflación, por su efecto sobre la competitividad. En segundo lugar, las posibles subidas de los tipos de interés. Por último, la incertidumbre que persiste sobre algunas partes del sistema financiero doméstico, lo que hace fundamental que se finalice satisfactoriamente el plan de saneamiento y reestructuración del sistema financiero. Por su parte, el esfuerzo en materia fiscal y los avances en algunas reformas estructurales, entre las que destacan la del mercado de trabajo y la del sistema de pensiones, podrían contribuir a la progresiva reducción de la incertidumbre macroeconómica.

### **¿Cómo evolucionaron los mercados de valores españoles en este contexto?**

Si ha habido un elemento que condicionó la evolución de los mercados de renta variable y renta fija durante 2010 este fue la evolución del riesgo de la deuda soberana y la inestabilidad que ello generó en momentos puntuales.

En el conjunto del año, la cotización del Ibex 35 retrocedió un 17,4%, especialmente en sectores como inmobiliario, seguros, bancos y químicas, donde el descenso superó el 25%. Pero la evolución estuvo marcada por repuntes de la volatilidad, en particular en los momentos de mayor inestabilidad en los indicadores de deuda. De hecho, el promedio de volatilidad a lo largo del año se aproximó al 30%, por encima de las medias históricas. En lo que va de año, el Ibex acumula un ascenso del 4,9%.

Como aspecto positivo de 2010 cabe señalar que las condiciones de liquidez del mercado mejoraron a lo largo del ejercicio 2010, habida cuenta del fuerte aumento tanto de la contratación, que aumentó en volumen un 17%, como del número de operaciones, que lo hizo en un 28%. El mercado regulado español de renta variable se situó, así, como el quinto mercado europeo por contratación y el décimo mundial. En términos de su relación con el PIB, solo fue superado por la Bolsa de Nueva York.

La inestabilidad también afectó a la actividad de emisión y a las operaciones corporativas. Las emisiones de deuda privada descendieron de forma sustancial, especialmente en el caso de las entidades financieras. Gran parte del descenso se debió a la disminución en un 60% de la emisión de bonos y obligaciones no convertibles. También contribuyó a este descenso el que no se realizara ninguna emisión de participaciones preferentes, coincidiendo con la introducción por Basilea III de nuevas exigencias para las instituciones financieras.

## Actuación de las entidades bajo supervisión de la CNMV

Por lo que respecta a las **instituciones de inversión colectiva (IIC)**, la evolución durante 2010 no fue muy positiva en términos de patrimonio de los fondos de inversión, habida cuenta de que se truncó la tímida recuperación observada en 2009 tras los importantes descensos observados desde el inicio de la crisis. En 2010, el patrimonio de los fondos de inversión volvió a descender, un 15,6%, debido exclusivamente a los reembolsos, pues la rentabilidad fue ligeramente positiva. Así, desde mediados de 2007, el patrimonio de los fondos de inversión se ha reducido casi en un 50%.

Adicionalmente, 2010 fue de nuevo un año de salida de partícipes de los fondos de inversión, hasta situarse en poco más de cinco millones de partícipes, mientras en junio de 2007 alcanzaban los 8,7 millones. Los fondos con una mayor salida de partícipes fueron los de renta fija, que se vieron afectados por la competencia con los depósitos bancarios.

Las sociedades gestoras continuaron con la tendencia iniciada en 2009 de fusionar fondos con el objetivo de reorganizar el exceso de oferta y de subsanar insuficiencias de patrimonio o número mínimo de partícipes. De hecho, la práctica totalidad de los fondos que se dieron de baja a lo largo de 2010 fueron absorbidos por otro fondo.

Como en ejercicios anteriores, la CNMV ha prestado especial atención a la evolución de los fondos inmobiliarios, dadas las dificultades de liquidez de estos fondos, cuyo patrimonio disminuyó, por tercer año consecutivo, un 5%, descenso inferior, no obstante, al 12,9% de 2009. Este descenso se ha debido fundamentalmente a la rentabilidad negativa de los fondos inmobiliarios, -4,7%, pero también a mayores reembolsos netos. A principios de 2010, tres fondos inmobiliarios estaban con reembolsos suspendidos o aplazados (uno desde finales de 2008 y los otros dos desde principios de 2009). De ellos, uno llevó a cabo, en el tercer trimestre, una escisión parcial mediante la transmisión de una parte de su patrimonio a un fondo de inversión de nueva creación que agrupó a los partícipes que aún permanecían en el fondo inmobiliario. Los dos fondos restantes se mantenían en la misma situación al finalizar 2010. Uno de ellos levantó la suspensión en febrero de 2011, garantizando durante dos años, a través del grupo promotor, tanto los reembolsos como la liquidez del fondo. El tercero anunció que procedería a su disolución y posterior liquidación. La CNMV ha realizado un seguimiento y evaluación de todos estos procesos en el ámbito de nuestras competencias, poniendo especial énfasis en tratar de asegurar un proceso ordenado de venta de inmuebles y en la adecuada información a los inversores.

Para supuestos de liquidación de IIC inmobiliarias, cabe señalar el cambio normativo aprobado en 2010, que ha establecido un marco más favorable para los partícipes puesto que, a diferencia de la normativa anterior, mantiene la responsabilidad e implicación de la gestora y el depositario en todo el proceso de liquidación del fondo y la supervisión de su actuación por la CNMV.

Finalmente, quisiera destacar el crecimiento del volumen de los fondos de inversión extranjeros comercializados en España. Como dato, el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España equivalía al finalizar el año al 20% del patrimonio de las IIC nacionales, frente al 12% en 2009.

Por lo que se refiere al sector de **las empresas de servicios de inversión (ESI)**, las sociedades y agencias de valores experimentaron un año más de reducción en los beneficios, aunque menor que en ejercicios anteriores. Las sociedades sufrieron una disminución de un 20,4%, frente al 28,6% de 2009, que tuvo su origen principalmente en la operativa por cuenta propia, y las agencias vieron reducido su beneficio en un 6,4%, frente al 53% de 2009. De hecho, casi la mitad de las sociedades y agencias de valores mejoraron sus resultados en relación a años anteriores.

Si nos fijamos en la solvencia del sector, ésta sigue siendo elevada, con un exceso de recursos propios 3,2 veces superior a los exigibles. Para las sociedades el margen de cobertura agregado se situó en torno a 3,3, mientras que para las agencias fue de 1,9. Asimismo, a finales de 2010 ninguna entidad presentaba déficit de recursos propios.

Las perspectivas son, por tanto, algo más favorables que en años anteriores. El sector previsiblemente continuará con el proceso de reestructuración, habida cuenta de la necesidad de ajustar cierto exceso de capacidad y del proceso de fusiones entre las cajas de ahorros españolas.

Por último, cabe señalar que **los sistemas de compensación y liquidación** españoles funcionaron con normalidad durante el ejercicio 2010, lo que confirma un año más la fiabilidad de las infraestructuras españolas. Los aspectos más relevantes a destacar en el ámbito de la compensación y liquidación afectan a las normas de procedimiento y normativa aplicable.

En primer lugar, en el marco del proceso de adaptación a la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), se modificó el Reglamento de Iberclear que establece dos nuevos procedimientos para la entidad. El primero permite liquidar directamente en Iberclear operaciones sobre valores admitidos a cotización en los mercados bursátiles, sin necesidad de formalizarlas previamente como negociación en las bolsas de valores. El segundo amplía las actividades de Iberclear a través de enlaces con otros depositarios centrales de valores.

En segundo lugar, quisiera mencionar el avance realizado en el proyecto de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de los valores bursátiles españoles, que lanzamos en 2009. Tras un largo periodo de consulta pública y gracias al trabajo realizado por el comité de seguimiento de este proyecto, presidido por la CNMV e integrado por el Banco de España, la Asociación Española de Banca, la Confederación Española de Cajas de Ahorro, el Fondo General de Garantía de Inversiones y Bolsas y Mercados Españoles, hemos elevado al Ministerio de Economía y Hacienda una propuesta concreta de modificaciones normativas que confío será tramitada como Proyecto de Ley en breve. El objetivo de esta propuesta es claro: homologar los procesos de contratación españoles con los estándares europeos, modernizar el sistema y mantener la máxima eficiencia y seguridad del mismo.

La reforma se basa en cuatro grandes pilares: i) promover la creación de al menos una entidad de contrapartida central que se interponga como contraparte en todas las operaciones de liquidación; ii) reemplazar el proceso actual de comprobaciones previas a la liquidación ligadas al alta o la baja de las correspondientes referencias de registro por un sistema de control de saldos de valores; iii) revisar el principio de aseguramiento en la entrega y desplazar la firmeza de las operaciones desde la contratación hacia el entorno de la liquidación, iv) y establecer un sistema de penalizaciones por incumplimiento basado en desincentivar los fallos en la entrega de valores y efectivos, resarcir el perjuicio causado a la parte afectada y cubrir los costes incurridos para solventarlos.

Estas reformas hay que enmarcarlas también en el proceso regulatorio que estamos viviendo en el plano europeo. Por un lado, en el ámbito del Target 2 Securities y, por otro, en las iniciativas legislativas de la CE en relación con los depositarios centrales de valores y la armonización de determinados aspectos de la liquidación de valores en la Unión Europea.

## Supervisión de los mercados de valores

A continuación se resumen las principales actuaciones de la CNMV en el cumplimiento de las funciones que tiene encomendadas por la Ley del Mercado de Valores (LMV). Estas tareas se pueden agrupar en tres grandes áreas: incrementar la transparencia de los mercados, velar por el correcto funcionamiento de los mercados, y mejorar la protección y formación de los inversores.

La primera de ellas, **la mejora de la transparencia**, adquiere una particular trascendencia en momentos de inestabilidad e incertidumbre, como los observados durante la crisis financiera.

Una herramienta esencial para mantener la confianza de los inversores en el funcionamiento del mercado es la fiabilidad y el rigor de la **información financiera de los emisores de valores**. Me refiero, por una parte, tanto a la información regular, que incluye los informes anuales, intermedios, semestrales y trimestrales, como, por otra, aquella sin periodicidad fija.

Sobre la información regular, quisiera señalar la importante función de revisión de los informes financieros anuales que realiza la CNMV, que somete la totalidad de los informes a una revisión formal, en la que además se realiza un particular énfasis en determinadas áreas seleccionadas previamente. Asimismo, la CNMV lleva a término una revisión sustantiva de un conjunto de cuentas anuales auditadas, determinado mediante un modelo de selección basado en riesgo, según los criterios establecidos por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

El año pasado, se recibieron un total de 965 informes de auditoría sobre las cuentas anuales de 2009. Excluyendo los informes relativos a los fondos de titulización, se observa un ligero incremento en el número de informes con salvedades, que pasaron a representar el 12,7% sobre el total frente al 11,6% en 2008. La opinión del auditor fue denegada únicamente en dos sociedades y ambas están actualmente en proceso de liquidación y tienen suspendida su cotización.

Respecto a las cuentas anuales del ejercicio de 2010, puedo avanzarles algunos datos, a pesar de que aún restan informes por recibir. Hasta la fecha, hemos recibido un total de 925 informes de auditoría. Excluyendo los informes relativos a los fondos de titulización y teniendo en cuenta que, a partir de la entrada en vigor de la modificación de la Ley de Auditoría, las incertidumbres se tratan como párrafos de énfasis, el número de informes con salvedades representa solo el 3%. Si, a efectos comparativos con el 2009, añadimos los informes de auditoría con párrafos de énfasis, el porcentaje sube hasta el 12,8%, frente al 12,7% en 2009. Finalmente, la opinión del auditor fue denegada en un solo caso y la sociedad tiene suspendida la cotización.

Como novedades en el ámbito de la información financiera, cabe señalar el documento que en junio de 2010 la CNMV publicó sobre “Control interno sobre la información financiera en las entidades cotizadas”, resultado de una iniciativa de la CNMV y elaborado conjuntamente con un grupo de expertos externos. Parte de las propuestas incluidas en el documento se han visto reflejadas en la Ley de Economía Sostenible, que amplía el contenido mínimo del Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) para requerir una descripción de los sistemas de control interno de la información financiera.

En la CNMV estamos actualmente trabajando en el desarrollo de esta disposición normativa. Por una parte, está en curso la preparación de una guía por parte de las corporaciones profesionales de auditores sobre la actuación del auditor externo en la revisión de alcance limitado que debería realizar sobre la descripción del sistema de control interno de

información financiera. Por otra parte, se pretende modificar el modelo del IAGC para incluir, entre otros aspectos que pasaré a comentar a continuación, la descripción de dichos sistemas de control interno.

Las **prácticas de gobierno corporativo** es otra de las áreas de particular atención por parte de los supervisores y reguladores de un tiempo a esta parte, y en particular, lo referido a los sistemas retributivos de altos directivos y consejo de administración. Pocas dudas caben hoy en día sobre los efectos que un esquema de remuneraciones perverso, que prime la consecución de objetivos a corto plazo, puede llegar a tener sobre la gestión del riesgo del conjunto de la entidad.

En la CNMV siempre hemos dedicado especiales recursos a la revisión y difusión de la información publicada por las entidades. De hecho, nuestro país fue pionero en la publicación anual de un informe completo sobre gobierno corporativo, práctica que ha sido seguida por otros países. En el año 2010, 156 sociedades anónimas cotizadas, 43 cajas de ahorro y otros 23 emisores de renta fija presentaron el IAGC del ejercicio 2009. Los IAGC relativos a 2010 se están recibiendo todavía en la CNMV, ya que el plazo ha terminado el 30 de abril, por lo que se están analizando. No me voy a extender en estos análisis que publicamos anualmente. Lo que me interesa destacar en el ámbito de gobierno corporativo no es tanto lo que ha pasado como lo que va a suceder derivado del debate regulatorio internacional.

En el ámbito europeo, el gobierno corporativo ha entrado con fuerza en la agenda de la Comisión Europea. En junio de 2009, la Comisión publicó una recomendación sobre los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas, que complementaba determinados aspectos de anteriores recomendaciones publicadas en 2004 y 2005. Posteriormente, en junio de 2010, publicó un libro verde sobre el gobierno corporativo de las instituciones financieras con propuestas encaminadas a mejorar el funcionamiento y la composición de los consejos de administración, y a introducir una cultura de control del riesgo en todos los niveles de la entidad, entre otros aspectos.

Este libro verde para empresas financieras se complementa con otro que se acaba de publicar a principios de abril de 2011, en este caso para todas las sociedades cotizadas europeas, que se encuentra en consulta pública hasta finales de julio. Entre los múltiples aspectos que aborda, persigue reforzar la diversidad de los miembros no ejecutivos en los consejos de administración, exigiendo mayor profesionalidad y dedicación, plantea alternativas para fomentar una mayor implicación de los accionistas en el gobierno corporativo y, por último, propone avanzar un paso más en el principio de “cumplir o explicar”, cuya aplicación es en general insatisfactoria, habida cuenta no solo del tipo de explicaciones que ofrecen las entidades, sino también de los escasos sistemas de control existentes en Europa. Se trataría, por tanto, de avanzar en el aumento de las explicaciones a ofrecer en casos de incumplimiento y en el control de dicha información, otorgando la potestad a las autoridades supervisoras. Como les acabo de comentar, la CNMV ya realiza esta tarea.

En España, estamos en un momento de cambios relevantes en el ámbito del gobierno corporativo tras la recientemente aprobada Ley 2/2011 de Economía Sostenible (LES). La Ley incorpora al ordenamiento jurídico las definiciones vinculantes sobre las tipologías de consejeros que establece el Código Unificado y avanza también en la mejora de la transparencia de las remuneraciones al obligar a que, junto con el IAGC, las sociedades cotizadas y las cajas de ahorros presenten un informe sobre las remuneraciones de los consejeros que incluya información completa sobre la política de remuneraciones, un resumen de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio anterior y el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros. Este



informe de remuneraciones deberá difundirse y someterse a votación con carácter consultivo a la Junta de Accionistas o Asamblea General. Se trata, por tanto, de un avance importante en la transparencia, pero también en la implicación de los accionistas minoritarios en la gestión de las sociedades. Tras la publicación de los desarrollos normativos correspondientes, publicaremos la actualización del código unificado y del IAGC, así como los criterios para la elaboración del informe de remuneraciones de los consejeros.

Un último aspecto a señalar en el ámbito de la transparencia afecta a la **información** directamente destinada a los **inversores y en especial a los inversores minoristas**.

En los últimos tres años, hemos llevado a término diversas iniciativas para mejorar la información que reciben los inversores minoritarios en la colocación de productos sofisticados, de compleja valoración y sin referencia de mercado, especialmente en situaciones de conflicto de interés por ser el emisor y el colocador la misma entidad. Estas actuaciones, que engloban la práctica de publicar informes de valoración independientes, trípticos y el uso de advertencias de la CNMV, así como otras destinadas a asegurar los compromisos de provisión de liquidez de los productos, han sido explicadas con detalle en anteriores informes. Los resultados obtenidos tras su implantación han sido satisfactorios en términos de protección de los inversores, en un contexto de aumento de las colocaciones de valores entre la clientela minorista, en particular de los emitidos por las propias entidades financieras.

Lo anterior nos anima a continuar extremando la vigilancia ante la comercialización de valores entre la clientela minorista y, en particular, en los procesos de salida a bolsa en el marco de reestructuración del sistema financiero impulsados tras la aprobación del Real Decreto-ley 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero.

Con este enfoque, el pasado 7 de febrero hicimos pública una comunicación dirigida a la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) con una serie de consideraciones relevantes para los procesos de salidas a bolsa. En la misma, se recordaban los requisitos establecidos para lograr un correcto proceso de formación de precios que facilite una adecuada valoración de la entidad, algo especialmente complejo en bancos de reciente creación habida cuenta de la carencia de información sobre la evolución pasada de la entidad. Para ello, es necesario que un porcentaje sustancial de la colocación, en línea con el criterio seguido en los últimos años en operaciones de este tipo, habitualmente no inferior al 40%, se coloque entre inversores institucionales.

Otros aspectos relevantes que destacamos en la misiva fueron la importancia de las normas y recomendaciones relativas al gobierno corporativo de las entidades cotizadas, esenciales para el funcionamiento de la entidad y el mantenimiento de la confianza de los inversores en su buen hacer, así como los aspectos referentes al cumplimiento de las normas de conducta en los procesos de colocación y comercialización, que revisaremos con una particular atención.

De hecho, considero que esta última, la relativa a las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión, es un área claramente a reforzar. En general, es cierto que las entidades financieras han avanzado de forma decidida en el proceso de adaptación a los requisitos establecidos por la MiFID para la comercialización de productos financieros entre los inversores minoristas, pero son necesarios esfuerzos mayores. Así lo estamos constatando en nuestras funciones de supervisión de la prestación de servicios de inversión. Los procesos de colocación de valores deben satisfacer con rigor los requisitos establecidos y tener en cuenta las consideraciones y buenas prácticas que la CNMV ha publicado en diversas ocasiones.

El segundo ámbito a destacar entre las actuaciones de la CNMV se refiere a la **supervisión del correcto funcionamiento de los mercados de valores**, con particular atención al proceso de formación de precios y las posibles prácticas de abuso de mercado. En los últimos años hemos dedicado muchos esfuerzos a minimizar las asimetrías de información en los mercados, el principal fallo de los mismos, en un entorno complejo de innovación financiera y aparición de nuevas plataformas y técnicas de negociación.

En 2010, el número de operaciones supervisadas por la CNMV aumentó un 26%, especialmente por el aumento de las operaciones en renta variable y derivados, mientras disminuyeron las de renta fija. En conjunto se observó un aumento de la carga supervisora. No obstante lo anterior, gracias a la mejora en el cumplimiento de la obligación de comunicar las operaciones ejecutadas por parte de las empresas de servicios inversión y las entidades de crédito, el número de requerimientos de información de la CNMV se ha reducido de forma sustancial en los últimos años, un 6% en 2010.

El número de comunicaciones por parte de las entidades recibidas en la CNMV a lo largo de 2010 sobrepasó la centena y las comunicaciones se centraron mayoritariamente en acciones cotizadas en bolsa relativas, sobre todo, al posible uso de información privilegiada. Si bien este aumento pone de manifiesto el esfuerzo de las entidades por mejorar la detección y comunicación de operaciones sospechosas, el número de comunicaciones efectuadas sigue siendo todavía insuficiente en comparación con otros países de nuestro entorno.

Entre las novedades regulatorias, destaca la atención que las operaciones de ventas en corto (o *short selling*) han recibido por parte de supervisores y reguladores en el debate internacional, especialmente en momentos de intensa volatilidad en los mercados.

Como hemos defendido en diversas ocasiones, las actuaciones más útiles son aquellas destinadas a introducir una mayor transparencia en el mercado sin imponer excesivas restricciones operativas, más allá de las necesarias y en este caso ya existentes en el mercado español.

En España, la CNMV recordó la prohibición de realizar operaciones en corto descubiertas en los mercados de renta variable y adoptó medidas para la divulgación de las posiciones cortas comunicadas que excedieran un determinado umbral.

En junio de 2010, el Comité Ejecutivo de la CNMV adoptó un nuevo acuerdo sobre comunicación de posiciones cortas, que sustituye al de septiembre de 2008 y que se basa en el modelo recomendado por CESR (actual ESMA). Los cambios principales respecto al régimen anterior son la ampliación de la obligación de comunicación a todos los valores de renta variable y no solo a los financieros y la fijación de dos nuevos umbrales, del 0,2% del capital social para comunicación a la CNMV y del 0,5% para comunicación al mercado, frente al anterior único del 0,25%. La información de posiciones cortas netas superiores al 0,5% del capital social es difundida quincenalmente por la CNMV. En Europa, la CE ha presentado una propuesta de reglamento en la que se establece la obligatoriedad de que todos los países de la UE implanten el régimen de comunicación de posiciones cortas propuesto por ESMA. Recientemente, el ECOFIN ha llegado a un principio de acuerdo en el que se introduce a la renta fija soberana y los CDS sobre emisores soberanos dentro del ámbito de la regulación. Asimismo, se dota a ESMA de poderes de supervisión y coordinación a nivel europeo, con capacidad para suspender la operativa en corto en situaciones excepcionales.

Por último, unas palabras con relación a las actuaciones realizadas en aras de una **mejor protección y formación de los inversores minoristas**.

En este terreno me gustaría destacar especialmente el trabajo llevado a cabo conjuntamente con el Banco de España en el marco del Plan de Educación Financiera acordado para un periodo de cuatro años.

Por una parte, destacaría la puesta en marcha del programa piloto de Educación Financiera en el tercer curso de la Enseñanza Secundaria Obligatoria (ESO), en el ámbito del acuerdo de colaboración firmado con el Ministerio de Educación. El programa, en el que participan casi tres mil estudiantes de 32 colegios, se está llevando a cabo en el actual curso académico 2010-11, y consiste en la impartición de un mínimo de diez horas sobre conceptos básicos de finanzas personales como el ahorro, los medios de pago, el consumo responsable, etc. Con el fin de ofrecer a los jóvenes un enfoque más práctico y lúdico de estos temas, y de proporcionar a los docentes un apoyo adicional, se ha desarrollado un portal educativo con juegos, herramientas y recursos interactivos ([www.gepeese.es](http://www.gepeese.es)).

Por otra parte, en mayo de 2010, lanzamos el portal de Internet “finanzas para todos”, uno de los proyectos más representativos del Plan de Educación Financiera, que alcanzó cerca de 200 mil visitas durante sus primeros meses de vida.

Además de las tareas destinadas a la mejora de la formación financiera, la CNMV desempeña otra función muy relevante: **la atención de consultas y reclamaciones de los inversores**.

En 2010, se presentaron ante la CNMV un total de 2.296 reclamaciones, un 6,6% más que en 2009. Se trata de un incremento moderado, comparado con el aumento de más del 100% que hubo en 2009, pero aun así el número de reclamaciones sigue siendo notablemente superior al presentado hasta 2008, lo que demuestra cierta incidencia de la crisis financiera y económica. En el último año, hemos realizado un gran esfuerzo por atender el máximo número de reclamaciones posible. De hecho, durante 2010 se tramitaron 2.087 reclamaciones, un 84% más que el año anterior.

Entre las reclamaciones resueltas destaca el aumento de aquellas con informe favorable a los reclamantes, que pasaron del 26% de las tramitadas en 2009 al 39% en 2010. En cuanto a los tipos de reclamaciones, han aumentado las relacionadas con la prestación de servicios de inversión y, dentro de éstas, las referidas a problemas en servicios de recepción, transmisión y ejecución de órdenes y a la información suministrada al cliente. Así, más del 50% de las reclamaciones en materia de órdenes resueltas ponían de manifiesto fallos en la evaluación de la conveniencia o de la idoneidad de los productos financieros antes de su oferta a los inversores.

Entre las reclamaciones más significativas, me gustaría mencionar las referidas a los contratos de permuta financiera. Con objeto de clarificar la delimitación competencial entre el Banco de España y la CNMV ante este tipo de reclamaciones y facilitar así los trámites a los inversores, en abril de 2010, publicamos una nota conjunta donde se detallaba que todos aquellos contratos para los que no quede acreditada una vinculación con algún producto bancario, tales como un préstamo o un contrato de financiación a tipo de interés variable, formalizado con la entidad reclamada, están sometidos al ámbito de supervisión de la CNMV.

En este tipo de reclamaciones la incidencia más importante detectada por la CNMV en la época previa a la MiFID ha sido la falta de acreditación por las entidades de que disponían de información suficiente para valorar la adecuación del producto al perfil inversor del reclamante. En contrataciones posteriores a la transposición de la MiFID, se ha comprobado

un mayor grado de acreditación de la valoración de la conveniencia del producto, pero en bastantes casos las contestaciones efectuadas por el reclamante en los cuestionarios de conveniencia hacían discutible que la entidad concluyera que el producto era conveniente.

La información que recibimos derivada de las reclamaciones de los inversores es muy útil para detectar posibles situaciones de infracciones, que en el desempeño de nuestra función disciplinaria, son investigadas y, en su caso, sancionadas.

En referencia a las **actuaciones disciplinarias**, durante 2010 se ha concluido un elevado número de expedientes sancionadores, 24 frente a los nueve de 2009, o los siete de 2008. Por otra parte, hemos abierto 27 expedientes nuevos, seis más que en 2009, en los que se imputan un total de 48 presuntas infracciones. En diez de estos expedientes se contemplan infracciones por manipulación de mercado y uso de información privilegiada. Asimismo, se han incoado tres expedientes sancionadores por uso de información privilegiada que se han trasladado al Ministerio Fiscal por apreciar que las conductas detectadas podían constituir hechos ilícitos de los previstos en el Código Penal. Dado que en los tres casos el Ministerio Fiscal se ha querrellado contra los presuntos infractores, hemos dejado en suspenso los expedientes administrativos hasta que finalice el proceso penal.

Además de la actividad sancionadora propia de la CNMV, hemos querido prestar particular atención a la colaboración con jueces y tribunales, para lo que hemos tramitado un total de 134 solicitudes, de las que 76 han sido relativas al ámbito civil. En el ámbito penal, los procesos en los que colaboró la CNMV fueron básicamente los relativos a posibles delitos de estafa o apropiación indebida y al uso de información privilegiada.

No quisiera finalizar sin mencionar la intensa labor realizada en el **ámbito internacional**, derivada de la participación en los organismos internacionales a los que pertenece la CNMV, en particular la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). La creciente implicación de la CNMV y el reconocimiento de la labor realizada en los grupos de trabajo internacionales han quedado refrendados en la elección de la CNMV, desde enero de 2011, como miembro del Consejo de Administración de la nueva ESMA. En el plano internacional, supone un hito relevante para la CNMV la asunción, a partir de abril de 2011, de la vicepresidencia del Comité Técnico de IOSCO por parte del vicepresidente de la CNMV.

Y es que gran parte de las actividades de 2010 estuvieron relacionadas con la reforma de la regulación y supervisión financieras, tanto en el plano internacional, a través de las iniciativas impulsadas por el G-20 y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), como europeo, donde merece destacar el nacimiento de las nuevas Autoridades supervisoras europeas. La Presidencia española de la Unión Europea, durante el primer semestre de 2010, también supuso una intensa tarea de asesoramiento en la regulación referida a aspectos tales como los productos derivados OTC, las infraestructuras de postnegociación, las ventas en corto, las agencias de calificación crediticia o la regulación de los fondos de inversión alternativos, entre otros aspectos de la agenda supervisora internacional.

En respuesta a las deficiencias que la crisis financiera evidenció, se han dado pasos importantes en la mejora de la regulación financiera, pero estos son aún insuficientes. Actualmente, en Europa, estamos asistiendo a una intensa acción legislativa en materia de mercados de valores. Una de especial interés hace referencia al proyecto de revisión de la Directiva MiFID, destinada a mejorar la transparencia de los mercados de valores y reforzar la protección de los inversores. También son interesantes iniciativas en curso en el ámbito de los mercados de derivados.

Para terminar, permítanme que les muestre mi satisfacción por el elevado seguimiento que la CNMV ha conseguido de los objetivos publicados en el **Plan de Actividades de la CNMV 2010**. Esta iniciativa, que comenzó en octubre de 2007, está destinada a mejorar la transparencia y la rendición de cuentas de las actuaciones de la CNMV. Los objetivos del Plan solo representan una parte limitada del trabajo de la CNMV, pues incluye únicamente los objetivos que responden a criterios de novedad dentro de las funciones normales de la CNMV, de oportunidad y de trascendencia pública, pero se ha convertido en una herramienta muy importante de comunicación con las entidades y sectores afectados por las competencias de la CNMV.

La verificación que hemos llevado a cabo del cumplimiento de los objetivos previstos en el Plan 2010 ha sido, como en años anteriores, muy satisfactoria, especialmente teniendo en cuenta el entorno de crisis financiera en el que se ha desarrollado. En concreto, de los 73 objetivos que se incluyeron para el año 2010, a finales del ejercicio se había ultimado el 75%. Si de los objetivos no completados se excluyen aquellos cuya realización no dependía únicamente de la CNMV, es destacable que se habría realizado el 93% del total. Un resultado, por tanto, altamente positivo que ha sido posible, un año más, gracias al excelente trabajo que realiza el personal de la CNMV que, aun en situaciones complicadas de restricciones presupuestarias, disminución salarial e intensa y compleja actividad en los mercados financieros, destaca por su compromiso constante y alta profesionalidad.

En cuestiones de organización interna, hemos logrado culminar con éxito el proceso de reunificación de todas las unidades de la CNMV en una única sede, mediante la adquisición de un edificio. Esto no solo mejora la gestión y eficiencia de la CNMV sino que además supone un ahorro sustancial de gastos corrientes gracias al ahorro en alquileres y el derivado de suprimir servicios duplicados en las dos ubicaciones actuales.

Y termino. Para un supervisor de mercados y de servicios de inversión como la CNMV, la crisis financiera nos ha dejado una enseñanza clara: que nuestra implicación en los aspectos de estabilidad financiera es superior a la que se suponía. Especialmente relevante en dos aspectos cruciales: mejora de la transparencia, para evitar la desconfianza de los agentes en el funcionamiento de los mercados, y control de las prácticas de las entidades y agentes, evitando prácticas de arbitraje regulatorio, situaciones de conflictos de interés, etcétera. Tenemos, por tanto, una apretada y apasionante agenda por delante.

