



Presentación del Informe Anual correspondiente al ejercicio 2008

JULIO SEGURA, PRESIDENTE
26 de mayo de 2009

En el año 2008 tuvo lugar una profundización de la crisis financiera internacional iniciada a mediados de 2007 cuya transmisión a los sectores reales fue haciéndose patente a medida que avanzaba el año. En estos momentos, la mayor parte de las economías avanzadas han entrado en recesión al acumular dos tasas de crecimiento intertrimestral negativas y el repunte del desempleo ha sido intenso.

A lo largo de 2008, se acrecentó la incertidumbre sobre la solidez del sistema financiero, lo que dio lugar a un progresivo empeoramiento de las expectativas, especialmente tras la intervención de las principales agencias hipotecarias estadounidenses, la quiebra de Lehman Brothers y el fraude Madoff. El deterioro de los activos junto con la sequía de los mercados de capital y el endurecimiento de las condiciones de financiación dieron lugar a la aparición de problemas de solvencia en algunas entidades de crédito, lo que originó los diversos planes de rescate aprobados en diferentes países.

Las dificultades del sistema financiero han obstaculizado el acceso al crédito de familias y empresas, lo que ha terminado reflejándose en una contracción del gasto real, el crecimiento y el empleo de las principales economías. La crisis ha acabado afectando a los países emergentes a partir del segundo semestre de 2008, por la caída de las importaciones de los países desarrollados y de los precios de las materias primas.

En los mercados financieros internacionales se produjo, a partir de octubre, un acusado descenso de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, pese al aumento de las emisiones derivado de la necesidad de financiar los distintos planes de salvamento. La caída de las expectativas de inflación y el aumento de la aversión al riesgo explican en gran parte este fenómeno. En los mercados de renta fija privada, el proceso de desapalancamiento y de huida hacia la calidad propició un fuerte aumento de las primas de riesgo. Por su parte, los mercados de renta variable experimentaron en 2008 el mayor desplome desde 1929, con caídas que oscilan entre el 34% y el 53%. Asimismo, los volúmenes de contratación disminuyeron de forma generalizada, si bien se percibe cierta recuperación de los mismos en los primeros meses de 2009.

La economía española no ha sido ajena a los efectos de la crisis financiera. La tasa de crecimiento del PIB durante el ejercicio 2008 fue del 1,2%, presentando tasas intertrimestrales negativas a lo largo del segundo semestre, tendencia que se ha intensificado en el primer trimestre de 2009, con un decrecimiento estimado del -1,8% trimestral según el avance publicado por el INE. Este registro sitúa a la economía española por encima de la media comunitaria, siendo destacable el cambio en la composición del crecimiento del PIB respecto al de los últimos años. Si en ejercicios anteriores la demanda interna había sido el factor que empujaba con fuerza las tasas de crecimiento y la demanda externa suponía una aportación negativa, en 2008 esta situación se ha invertido, ya que la demanda interna aportó tan sólo una décima mientras que el sector exterior contribuyó al aumento del PIB con 1,1 puntos porcentuales. Ello se debe, fundamentalmente, al pronunciado descenso de las importaciones, ligado a la desaceleración intensa del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo. Por el lado de la oferta, se observa que el ajuste se concentra fundamentalmente en el sector industrial, con un 2% menos de valor añadido, y, dentro de éste, en el subsector de la construcción, cuyo decrecimiento fue del

3%. El sector servicios, que es el que tiene mayor peso relativo en la estructura productiva española, experimentó también una ralentización, si bien continuó creciendo a un ritmo apreciable del 3,1%.

La desaceleración de la actividad vino acompañada de un intenso aumento del desempleo, que es la consecuencia más adversa de la crisis. La tasa de paro, que se situaba en el 8,6% al finalizar 2007, ascendió al 13,9% al cierre de 2008 y continuó aumentando en los primeros meses de 2009, hasta alcanzar el 17,4% en el primer trimestre.

La inflación, que había experimentado una tendencia alcista hasta el verano, descendió sensiblemente en los últimos meses del año, hasta situarse en una tasa interanual del 1,4% en diciembre. Con ella, el diferencial de inflación de España con la zona euro adoptó un valor negativo (-0,1%, por primera vez desde el comienzo de la Unión Económica y Monetaria). Los últimos datos disponibles confirman la tendencia a la reducción, tras alcanzar por primera vez tasas negativas el pasado mes de marzo, que se han mantenido en el mes de abril. El deterioro de las condiciones macroeconómicas afectó de manera adversa a las finanzas públicas. Tras tres años de superávit fiscal, las Administraciones Públicas incurrieron en un déficit del 3,8% del PIB. Las previsiones arrojan un déficit muy superior en 2009, si bien la deuda de las Administraciones Públicas nacionales, que suponía el 39,4% del PIB a finales de 2008, continúa siendo sensiblemente inferior a la media de la zona euro.

En este contexto, los mercados de valores españoles han seguido el mismo patrón de comportamiento que los internacionales, que puede caracterizarse por tres elementos fundamentales.

En primer lugar, la significativa caída de los precios de los activos con riesgo y el aumento de la volatilidad. En particular, el Ibex 35 experimentó en 2008 el mayor descenso anual de su historia (39%), que se sitúa dentro de la Unión Europea entre el máximo italiano (48%) y el mínimo británico (31%). La caída de los precios afectó a todos los sectores, liderados por el sector financiero y aquellos sectores que, no siendo financieros, se ven más expuestos al ciclo económico, como son la construcción y la industria, entre otros. Si bien desde marzo de 2009 se ha producido una recuperación de los precios significativa, la pérdida acumulada desde los máximos de 2007 se mantiene próxima al 40%.

En segundo lugar, la disminución de la contratación que, en el caso de la renta variable, se redujo en un 26% respecto al año anterior. El efectivo negociado continuó reduciéndose en los primeros meses de 2009, aunque se observa una moderada recuperación a partir del mes de abril.

Por último, la menor actividad de emisión –salvo en lo que concierne a la deuda pública– y de todo tipo de operaciones corporativas. De siete ofertas públicas de venta realizadas en 2007 se pasó a tan sólo una en 2008 y de 67 mil millones de euros captados por las sociedades mediante ampliaciones de capital en 2007 se pasó a poco más de 16 mil millones de euros en 2008. En cuanto a la renta fija privada, las emisiones brutas descendieron casi un 22% respecto de 2007 y las emisiones netas, teniendo en cuenta los reembolsos realizados durante el ejercicio, sufrieron un recorte cercano al 65%.

¿Cómo ha afectado este comportamiento de los mercados al sector supervisado por la CNMV?

Por lo que respecta a las **instituciones de inversión colectiva (IIC)**, el patrimonio de los fondos de inversión se ha visto reducido en un 30% en 2008 como consecuencia fundamentalmente del aumento de los reembolsos, que fue muy pronunciado en las categorías de renta fija, fondos globales y renta variable internacional. En los últimos meses, las tasas netas negativas de suscripción se han suavizado desde el máximo alcanzado en

octubre de 2008 y en abril de 2009 el volumen de activos aumentó ligeramente por primera vez en dos años. El aumento de reembolsos se ha debido tanto a la mayor aversión al riesgo de los partícipes como a la caída de precios y a la competencia por la captación de pasivos realizada por las entidades de crédito. Los principales problemas de liquidez se han concentrado, por la naturaleza de sus activos, en las IIC inmobiliarias, que representaban un 3% del total patrimonial de las IIC. Estos fondos han experimentado un drástico aumento de solicitudes de reembolso, alentado por la caída de rentabilidades, en unos momentos de intensos ajustes de precios y actividad en el sector.

En el ámbito de las **empresas de servicios de inversión (ESI)**, los beneficios de sociedades y agencias de valores se redujeron un 53% y un 77% respectivamente. Ello se ha debido al fuerte descenso de la actividad de intermediación que ha traído consigo la disminución de las comisiones más relevantes de tramitación y ejecución de órdenes. Pese a ello sus holgados márgenes de solvencia medios, reforzados por el prudente reparto de resultados de años anteriores, aumentaron ligeramente debido a la acumulación de reservas. No obstante, si se prolonga la actual fase de atonía del sector, podría manifestarse una situación de exceso de capacidad que debería llevar a las ESI a revisar tanto su estructura de costes como sus decisiones estratégicas.

Por último, en lo que respecta a los **sistemas de compensación y liquidación**, pese a las turbulencias generadas por las quiebras de bancos y los fraudes mencionados, no se han producido incidencias significativas. Ello pone de manifiesto la elevada fiabilidad de las infraestructuras de poscontratación de los mercados españoles que, no obstante, deben todavía hacer un esfuerzo de adaptación al nuevo marco competitivo europeo impuesto por la MiFID y por iniciativas como el Código de Conducta voluntario impulsado por el Comisario Europeo de Mercado Interior Charles McCreevy y el proyecto de Target2 Securities del Eurosistema.

Conviene señalar, en el contexto de una crisis financiera como la actual, que aunque las competencias de la CNMV en materia de estabilidad sistémica y solvencia son muy limitadas –solvencia de ESI y funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación– la evolución de la crisis ha demostrado la importancia de la supervisión de mercados y valores en dos aspectos fundamentales relacionados con la estabilidad.

El primero derivado del hecho de que, si bien las crisis sistémicas se hacen patentes como problemas de solvencia, estos últimos tienen, a menudo, su origen en pautas inadecuadas de conducta de los agentes participantes en los mercados. Por ejemplo, sin las deficiencias observadas en aspectos como la información disponible sobre productos o emisores, la resolución de los conflictos de interés o las prácticas de gobierno corporativo, algunas de las manifestaciones de la crisis actual no se habrían producido o lo habrían hecho con una intensidad mucho menor.

El segundo motivo por el que la supervisión de mercados y valores es fundamental en situaciones de crisis es porque la presión financiera que acompaña estas situaciones puede suponer un caldo de cultivo propicio para las infracciones de normas de conducta y comportamientos alejados de las buenas prácticas, lo que exige realizar un esfuerzo adicional en el seguimiento de asuntos como el abuso de mercado, la comercialización engañosa, las valoraciones inadecuadas de activos o la insuficiencia de liquidez, así como planes de adaptación para hacer frente a los problemas antes de que estos puedan adquirir una dimensión no manejable.

Como no podía ser de otra forma, la actuación de la CNMV ha estado marcada por la profundización de la crisis financiera, caracterizada por una aguda incertidumbre, la erosión de la confianza de los agentes en el funcionamiento de los mercados y, en general, del sistema financiero y una menor actividad de emisión y negociación. Por imperativo legal, los

ejes fundamentales de las tareas acometidas han sido la **mejora de la transparencia y calidad de la información, el funcionamiento eficaz de los mercados y la protección de los inversores**, si bien los focos concretos de atención se han ajustado a la compleja situación que atraviesan los mercados de valores en la actualidad.

En primer lugar, la CNMV ha insistido en la **mejora de la transparencia**, que es la primera misión que le encomienda la Ley del Mercado de Valores (LMV) en su artículo 13. Como se ha dicho en diversas ocasiones, una crisis de confianza implica un déficit de transparencia que, en el campo de las competencias de la CNMV, se manifiesta en varias áreas.

La primera y fundamental, la correcta valoración de aquellos activos con escasas referencias de mercado. Esta tarea resulta relevante para la supervisión regular de gestoras, vehículos y empresas de servicios de inversión, para la revisión de la información financiera de las empresas cotizadas y para el control de la admisión a negociación y la comercialización de determinadas emisiones. La CNMV ha dedicado un especial esfuerzo a esta cuestión durante 2008. Por una parte, ha revisado los métodos y procedimientos de valoración utilizados por las empresas y, por otra, ha exigido, en caso necesario, la valoración de expertos independientes.

Ante la dificultad de apelación a los mercados de capital para mejorar la posición de recursos propios de las entidades financieras, erosionada por el desarrollo de la crisis, se ha producido un recurso generalizado a emisiones de deuda subordinada y participaciones preferentes para su comercialización entre la clientela minorista. En ambos casos se trata de títulos de deuda cuya rentabilidad para el inversor depende en gran medida de la evolución de su cotización en el mercado. La CNMV ha seguido de cerca este proceso y ha decidido establecer un conjunto de buenas prácticas entre las que destacan dos. La primera, se ha recomendado que el resumen del folleto que se entregue al inversor adopte el formato de tríptico donde se señalen de forma sencilla y clara las características básicas y relevantes del producto desde el punto de vista del inversor. La segunda, se ha promovido la aportación por parte del emisor de valoraciones de expertos independientes, revisadas por la CNMV, en las colocaciones donde no existe tramo institucional, con el fin de determinar si las condiciones de emisión se asimilan a lo que demandaría un inversor de mercado mayorista. En caso contrario, la CNMV publicará una advertencia sobre la desviación del precio respecto a otros productos del mercado y las posibles pérdidas que ello pueda conllevar en caso de venta del producto, advertencia que se incluye en los documentos de comercialización que el comprador deberá firmar. Asimismo, la CNMV ha transmitido al sector una serie de recomendaciones y pautas sobre buenas prácticas en relación con la prestación de servicios de inversión y comercialización de dichos instrumentos entre la clientela minorista.

Otra actuación importante de la CNMV ha tenido que ver con la solicitud de suspensión de reembolsos de dos fondos de inversión inmobiliarios y la reducción de la frecuencia de estos de un tercero. En este terreno, la CNMV ha supervisado todos los casos de suspensión, garantizando el trato simétrico de todos los partícipes y ha requerido la presentación de planes ordenados de venta de activos. Además, la CNMV a lo largo de 2008 ha prestado especial atención en su labor supervisora a la vigilancia de las condiciones de liquidez, valoración y prácticas de traspaso de activos entre fondos en aras de garantizar las buenas prácticas del sector y asegurar que éstas protegen adecuadamente los intereses de los partícipes.

La CNMV también ha reforzado su compromiso de mejorar la transparencia en lo relativo a sus actividades y ha intensificado en 2008 la publicación de criterios, buenas prácticas, recomendaciones y decisiones adoptadas por la institución. Entre otros ejemplos cabe

mencionar la publicación del segundo Plan de Actividades (2009) y la autoevaluación del cumplimiento del primero.

Por último, en lo relativo al refuerzo de la transparencia en los mercados, la CNMV ha seguido prestando una especial atención a la publicación por parte de los emisores de una información financiera adecuada que pueda servir como elemento de juicio a los inversores. Esta información financiera se divide en dos grandes bloques: la información anual, que incorpora un informe de auditoría, y los informes intermedios, semestrales y trimestrales. En el año 2008, la CNMV recibió un total de 875 informes de auditoría sobre cuentas anuales del ejercicio 2007, de los cuales el 96% contenía una opinión favorable sobre las cuentas del emisor. Respecto a las cuentas de 2008 aún es pronto para tener datos definitivos, pero sí se observa que el entorno económico de mayores dificultades está generando tensiones en las cuentas de los emisores ya que, aunque aún no contamos con datos completos, el número de auditorías con opinión favorable recibido muestra ya un descenso respecto al ejercicio anterior.

En este ámbito, la CNMV publicó unas recomendaciones sobre aplicación de la normativa contable que se incluyeron en el Informe sobre las Auditorías de las Cuentas Anuales del ejercicio 2007, difundido en diciembre de 2008. Asimismo, la CNMV participa muy activamente en el debate internacional sobre la normativa contable a raíz de la crisis financiera, apoyando iniciativas que persigan mejorar la calidad de la información financiera suministrada que debe seguir siendo el objetivo prioritario de cualquier reforma en los principios de contabilidad.

Por lo que respecta a la **vigilancia del correcto funcionamiento de los mercados**, la CNMV ha intensificado sus esfuerzos para impedir la utilización de información privilegiada y evitar que se produzcan manipulaciones en los precios. Para ello ha seguido desarrollando las directrices establecidas en 2007 en la Iniciativa Contra el Abuso de Mercado y ha publicado los criterios sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas, lo que ha contribuido a que se haya incrementado el número de comunicaciones remitidas a la CNMV por parte de los intermediarios financieros, si bien todavía es necesario incidir más en el cumplimiento de esta obligación.

Un tema de especial sensibilidad para algunas sociedades cotizadas ha sido la evolución de las ventas en corto en las bolsas de todo el mundo. Las excepcionales circunstancias que los mercados de valores estaban viviendo llevaron a los supervisores de valores de los principales mercados a adoptar, en septiembre de 2008, medidas restrictivas sobre las ventas en corto, centradas principalmente en acciones de entidades financieras. La CNMV estableció una obligación temporal de transparencia, exigiendo la publicación de las posiciones netas cortas superiores al 0,25% del capital social sobre 20 valores financieros y recordó la prohibición existente en la normativa española de la venta en corto descubierta para todos los valores cotizados en Bolsa.

En este momento permanece abierto el debate a nivel internacional sobre la conveniencia de prorrogar, ampliar o suspender las medidas adoptadas en septiembre. La evidencia disponible parece más concluyente sobre los efectos adversos, en términos de eficiencia y liquidez del mercado, de las restricciones sobre las ventas en corto que sobre su efectividad para contener episodios de inestabilidad excesiva de las cotizaciones. De hecho, algunos supervisores, como la SEC americana o la FSA británica, han retirado las medidas restrictivas adoptadas en septiembre y otros, como la Consob Italiana, las han relajado. En cualquier caso, las distintas opciones permanecen sobre la mesa, como muestra la consulta anunciada por la SEC de EEUU sobre la denominada *uptick rule* o el reciente debate en el seno de la UE para emitir recomendaciones que hagan más homogéneo el tratamiento de las ventas en corto dentro de la Unión, en especial en el ámbito de la transparencia.

En todo caso, la CNMV mantiene una supervisión estrecha del cumplimiento de la normativa española y participa activamente en los foros internacionales con objeto de lograr soluciones armonizadas. Al mismo tiempo ha mantenido contactos con representantes de las distintas partes afectadas por esta operativa con objeto de conocer la diversidad de argumentos y opiniones sobre el tema.

En el **ámbito de la protección del inversor**, quisiera resaltar que el ejercicio 2008 ha estado marcado por la definitiva transposición de la MiFID y su normativa de desarrollo al ordenamiento jurídico español.

La CNMV ha adaptado los procedimientos y programas de supervisión de las entidades a las novedades que la MIFID introduce en el ámbito de la prestación de servicios de inversión por parte de las ESI y de las entidades de crédito. Novedades entre las que cabe destacar: i) la creación de una nueva categoría de ESI, las empresas de asesoramiento financiero, ii) el establecimiento de nuevos requisitos organizativos de las entidades para reforzar las funciones de control de las entidades, y iii) la concreción de normas de conducta en los procesos de comercialización como la clasificación de clientes, la evaluación de la conveniencia o idoneidad del servicio o producto, los requisitos de información a clientes con carácter previo a la prestación de servicios de inversión y el principio de mejor ejecución.

En este contexto, la CNMV ha incrementado sus exigencias sobre las **prácticas de comercialización**, especialmente relevantes respecto a la información a facilitar a y recabar de los clientes. El objetivo último es que el cliente cuente con la información necesaria para tomar decisiones de inversión fundadas y que las entidades puedan evaluar si el servicio o producto es adecuado para el cliente.

Una actividad que ha requerido recursos no previstos ha sido el seguimiento de los efectos sobre las empresas financieras españolas de acontecimientos como la quiebra de Lehman Brothers o la estafa de Madoff. En ambos casos la CNMV ha sido el primer supervisor de mercados europeo que ha hecho pública una estimación de sus efectos sobre las IIC españolas, recordando las obligaciones de valoración y transparencia. La CNMV, además, ha colaborado activamente en el grupo de trabajo constituido en CESR para analizar las consecuencias de la quiebra de Lehman.

Adicionalmente, la CNMV ha continuado desarrollando las líneas de trabajo incluidas en el Plan de Educación Financiera, elaborado conjuntamente con el Banco de España, para mejorar la formación de los inversores en nuestro país. En concreto, se ha trabajado para completar acuerdos de colaboración con diversas instituciones y, especialmente, con el Ministerio de Educación, con el objetivo de poner en marcha iniciativas que permitan incluir en los planes de estudios las materias financieras.

La CNMV ha realizado también un importante esfuerzo divulgativo publicando fichas y guías informativas que tratan de mostrar al inversor no profesional de una forma sencilla el funcionamiento de los mercados, de los agentes que intervienen en ellos y de los productos y servicios financieros que allí se comercializan.

La mejora y actualización del Rincón del Inversor, que es la zona de la página web de la CNMV destinada específicamente a los inversores minoristas, ha sido también una de las prioridades del año 2008. Se han mejorado sus contenidos y las herramientas de búsqueda y cabe destacar el lanzamiento del primer curso interactivo por Internet, centrado en fondos de inversión, de carácter gratuito.

Para perseguir los objetivos fijados por la LMV, como es sabido, la CNMV tiene atribuida la **potestad sancionadora** en relación con las infracciones de las normas de ordenación o

disciplina del mercado de valores. Estas normas le otorgan la competencia para incoar e instruir los correspondientes expedientes sancionadores y, en el caso de infracciones leves y graves, sancionar directamente. La sanción de las infracciones muy graves corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV y previo informe de su Comité Consultivo. Durante 2008, la CNMV ha abierto 13 expedientes sancionadores (9 más que en 2007) que implicaban 22 presuntas infracciones, ocupando el primer lugar las relativas a abuso de mercado y el segundo la información incorrecta de carácter financiero y la información sobre opas. Y se han concluido 7 expedientes frente a los 9 de 2007.

Como he señalado en diversas ocasiones, tanto la tipología de las faltas como los medios de inspección de que dispone la CNMV son susceptibles de notables mejoras para aumentar su eficacia supervisora. En espera, en su caso, de un cambio de modelo de supervisión financiera en la dirección de consolidar un sistema *twin peaks* en España, la CNMV prevé presentar al Gobierno de España en el tercer trimestre de 2009 una propuesta de proyecto articulado de modificación del Título VIII de la LMV.

Como ya ha quedado patente, una parte creciente de la **actividad de la CNMV tiene una dimensión internacional**. Con motivo de la crisis económica se ha incrementado notablemente la actividad de los organismos internacionales que agrupan a los supervisores de valores europeos (CESR) y mundiales (IOSCO, Joint Forum, etc.), los cuales han dedicado una parte muy relevante de su tiempo y esfuerzo a intentar consensuar recomendaciones y realizar propuestas a los reguladores. Todo ello ha supuesto para la CNMV un incremento de su participación en comités y grupos de trabajo con respecto al año anterior, celebrados la mayoría durante el último trimestre del año, a raíz de la quiebra del banco Lehman Brothers y de la primera reunión de jefes de Estado y de Gobierno del G20.

El desarrollo de la crisis internacional ha puesto de manifiesto de forma palmaria las ventajas de un modelo de supervisión funcional frente al sectorial o al de supervisor único. Los países que cuentan con una separación entre el supervisor de solvencia y el de mercados y conductas han resuelto de forma mucho más equilibrada y satisfactoria el inevitable conflicto de intereses entre ambas funciones, agudizado en tiempos de crisis, y cabe señalar que, en el caso español, la colaboración entre la CNMV y el Banco de España ha sido, en este terreno, plenamente satisfactoria.

La crisis también ha mostrado la insuficiencia de la armonización regulatoria y supervisora alcanzada en Europa. Estas deficiencias menoscaban el adecuado funcionamiento del mercado único, introducen costes innecesarios para los agentes participantes y obstaculizan el adecuado control de los riesgos relevantes. El informe Larosière, hecho público recientemente, recoge un diagnóstico preciso de esta situación y un catálogo de propuestas que suponen un excelente punto de partida para la discusión de soluciones normativas e institucionales eficaces.

Para terminar querría destacar que la CNMV dispone, desde este año, de un indicador objetivo de su rendimiento ya que, en un ejercicio voluntario de transparencia y rendición de cuentas, que sólo cuenta con el antecedente de la Financial Services Authority británica, publicó a finales de 2007 su primer **Plan de Actividades**, donde se enumeraban 67 objetivos a alcanzar en 2008, al margen de actividades como, entre otras, la supervisión de mercados y entidades, la autorización y registro de emisiones y sociedades o la participación en instituciones internacionales de supervisores que, por su propia naturaleza, han de ejercerse de forma continuada y obligatoria y representan más de la mitad de la carga de trabajo de la institución.

Puedo afirmar que, pese a la complejidad del entorno financiero mundial y español y la aparición de sucesos imprevisibles en otoño de 2007, que obligaron a reevaluar prioridades y redefinir algunos objetivos, el grado de cumplimiento del Plan 2008 puede calificarse, sin

autocomplacencia, de muy elevado. La CNMV completó el 85% de los objetivos cuyo cumplimiento dependía únicamente de sí misma, destacando el esfuerzo normativo materializado en la aprobación de 16 circulares, tantas como las elaboradas en el último sexenio por la institución.

Esto ha sido posible gracias a la alta calidad técnica y al esfuerzo del personal de la CNMV, así como al trabajo de sus órganos de gobierno, en condiciones especialmente complejas y contando con medios humanos muy insuficientes. Quisiera transmitir mi agradecimiento a todos ellos y el convencimiento de que seguiré contando con su apoyo y su lealtad a la institución.