



## **Apertura del curso : "Supervisión y Regulación de los Mercados de Valores"**

**Instituto de Empresa, Octubre 2006**

**Carlos Arenillas Lorente, Vicepresidente CNMV**

Muchas gracias por las amables palabras de presentación, y gracias al Instituto de Empresa, y en particular a Francisco de Vera, por invitarme por segundo año consecutivo a estar hoy aquí con ustedes en la apertura de esta IV edición del curso.

Como ya comenté el año pasado, para mí es un placer asistir a la inauguración de un programa sobre "regulación y supervisión del mercado de valores". Cursos como el que hoy comienza son muy útiles para profundizar en el conocimiento de los mercados de valores - cuya auténtica comprensión, les aseguro, no es una tarea sencilla - y fomentan la formación de buenos profesionales, esencial para avanzar en la mejora de los mercados financieros.

Por otro lado, este curso cuenta con excelentes docentes, conocedores de primera mano de la materia, entre ellos dos ex presidentes de la CNMV -Luis Carlos Croissier y Juan Fernández Armesto- aparte de diversos profesionales de la propia CNMV y de empresas e instituciones que operan en los mercados, todos ellos de elevada capacidad técnica y alta experiencia. Estoy seguro de que les aportarán una visión práctica y actualizada de las distintas cuestiones que el programa plantea.

Dividiré mi intervención en tres partes.

Primero, intentaré aportar una visión global sobre el papel que desarrolla la CNMV en los mercados de valores, y haré alguna consideración sobre ciertos retos. En segundo lugar, estas breves reflexiones las enmarcaré en una somera descripción de lo que denomino el "campo de juego" sobre el que la CNMV actúa. Y, por último, y a petición de los organizadores, haré una breve reflexión de los cambios que va a introducir la MIFID, la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, cuyo nombre seguro van a escuchar muchas veces a lo largo de los próximos meses.

No cabe duda que los mercados de valores desempeñan un papel esencial en el desarrollo de las economías. En España, el proceso de desintermediación a favor de los mercados de valores en los últimos 25 años ha supuesto grandes cambios en la estructura del conjunto de la economía. Entre otros, permitió la entrada de los inversores institucionales, tales como los fondos de inversión o fondos de pensiones, fomentó el desarrollo de nuevos productos financieros, impulsó la actuación de nuevos intermediarios y agentes y, en definitiva, redefinió la configuración de los mercados hacia unas estructuras más eficientes y líquidas, mejorando la asignación de capital y reduciendo los costes del sistema financiero en su función de mediador en el proceso ahorro-inversión.

No obstante, a pesar de los avances, obviamente, el sistema no es perfecto y requiere de una adecuada regulación y supervisión por parte del sector público. Ello es así por diversos motivos; permítanme que les destaque los más significativos: existen asimetrías de información, sobre todo en el caso de los inversores particulares; a menudo la falta de transparencia no permite que los precios reflejen toda la información relevante; se producen conflictos de interés que modifican los incentivos en las decisiones de inversión; o se acumulan riesgos que podrían llegar a desestabilizar el sistema. Los reguladores y supervisores cumplen, por tanto, un papel relevante en garantizar la eficiencia del sistema y el cumplimiento de las normas de actuación establecidas.

En España, la LMV recoge claramente las funciones de la CNMV, como organismo supervisor, que son las siguientes:

- i) velar por la transparencia de los mercados de valores,
- ii) la correcta formación de precios
- iii) y la protección de los inversores,

promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para garantizar la consecución de estos fines. (Título II, Cap. I, art. 13))

Me gusta destacar que la función pública no debe suplir, en términos generales, la iniciativa privada en la toma de decisiones de inversión. Esto es especialmente importante en los mercados de valores. Los organismos públicos deben garantizar que las decisiones de inversión se toman libremente y en las condiciones adecuadas, asegurando la igualdad de condiciones para todos los agentes del mercado.

La peculiaridad de los mercados de valores hace que su regulación y supervisión no sea una tarea sencilla. Muchos son los retos a los que nos enfrentamos hoy en día. En concreto hay tres importantes retos que quisiera hoy destacar:

En primer lugar, **hay que adaptarse al intenso ritmo de transformación de los mercados de valores**. Los mercados cambian e innovan constantemente, a una velocidad, a veces, vertiginosa, que requiere de un alto grado de flexibilidad por parte de las instituciones públicas, de modo que “no nos quedemos atrás”. La continua innovación financiera y el desarrollo de nuevos productos precisan por nuestra parte de una atención constante. Un ejemplo reciente lo encontramos en la industria de los *hedge funds*, cuyo desarrollo en los últimos años ha sido notable, con un patrimonio bajo gestión que se estima superior al billón de dólares, y de reciente regulación en España.

En segundo lugar, otro de los grandes retos de los supervisores **es mantener siempre una perspectiva global en sus actuaciones**. Como saben ustedes, los mercados financieros son el más claro exponente del intenso fenómeno que se viene en denominar *globalización*. Los movimientos de capitales hacen que los mercados sean un mundo en el que cada vez es más difícil establecer fronteras, lo que puede chocar en ocasiones con una dimensión de la supervisión que sigue siendo, principalmente, nacional o local.

En este aspecto, Europa es nuestro principal campo de juego, donde el objetivo último es avanzar hacia la plena integración de los mercados financieros europeos. Para ello, el supervisor debe garantizar que la integración se realiza bajo las mejores condiciones posibles para todos los participantes –emisores, inversores e intermediarios–, minimizando situaciones de mala competencia o arbitrajes regulatorios no deseados.

En los últimos años, en Europa, desde el establecimiento del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) en 1999, el avance en la armonización de la regulación ha sido más que notable. Actualmente, aunque restan cuestiones pendientes de armonizar, la intensidad regulatoria de los últimos años debe ceder el paso a una visión más prudente, bajo el análisis coste-beneficio, ante nuevas posibles iniciativas regulatorias.

En esta nueva etapa, es necesario centrar los esfuerzos en agilizar la transposición de las Directivas ya aprobadas y facilitar su aplicación en los distintos países. Lo que no es sencillo. Una de las cuestiones en las que tenemos que profundizar es en la convergencia de las prácticas de supervisión entre los distintos estados miembro. Ello requiere, como pueden imaginarse, un elevado grado de coordinación y colaboración entre los distintos supervisores. Esta coordinación se está llevando a cabo mediante el desarrollo de mecanismos que faciliten el intercambio de información y que, además, sirvan para determinar criterios comunes de interpretación, sobre todo en casos de posibles divergencias en la interpretación de la normativa. El Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) cumple y está llamado a incrementar su importante papel en este aspecto.

Por último, no quisiera terminar estas reflexiones iniciales sin mencionar la **atención que estamos dedicando al fomento de la estabilidad financiera**. Los cambios que se han producido en los mercados en los últimos años también han supuesto un cambio en la naturaleza de los riesgos y vulnerabilidades del sistema. Si bien antes la preocupación se centraba en la operativa bancaria tradicional, actualmente la atención se ha trasladado hacia la creciente complejidad de los mercados financieros y al papel que los mercados de valores pueden jugar en la transmisión de riesgos. De este modo, preocupa que el desarrollo de la intermediación financiera, **que en España está liderada por las entidades de crédito**, reduzca la capacidad del sistema de absorber posibles *shocks* negativos. En España, mediante la coordinación de los distintos organismos supervisores y reguladores (CNMV, Banco de España, la D.G.T. y P.F. y la D.G. Seguros y Fondos de Pensiones), y bajo la presidencia del Secretario de Estado de Economía, se ha creado un Comité de Estabilidad Financiera para la prevención y gestión de crisis. El objetivo del trabajo no consiste en tratar de eliminar el riesgo de crisis, lo que sería una utopía, sino en trabajar para prevenir dichas crisis y para que, en caso de ocurrencia, los efectos adversos sean los menores posibles.

## II

Dicho esto, y tal como les comenté al principio, quisiera darles unas breves pinceladas sobre **el “tamaño del campo de juego” en el que se desenvuelve la actuación de la CNMV en los mercados**.

Bajo el ámbito de supervisión, inspección y sanción de la CNMV se encuentran:

Expresamente regulados por la normativa:

- a. los mercados oficiales de negociación: las bolsas y mercados regulados, MEFF, AIAF, etc. casi todos ellos englobados hoy en día en BME.<sup>1</sup>
- b. Las plataformas de post-negociación: esto es, los sistemas de compensación, liquidación y registro y entidades de contrapartida: Iberclear, SCL Bilbao, BCN y Valencia y Meff Clear
- c. las empresas de servicios de inversión nacionales o no comunitarias (más de 120) y el FOGAIN
- d. Las Instituciones de Inversión Colectiva (casi 6000 fondos de inversión y sociedades de inversión) y sus sociedades Gestoras (unas 112)
- e. Los fondos y sociedades de capital riesgo y sus gestoras (121 fondos o sociedades, y 45 gestoras).
- f. Las sociedades gestoras de fondos de titulización (actualmente hay 8 registradas).

Y por su actuación en los mercados de valores:

- a. los emisores de valores, ya sean renta variable (casi 190) o renta fija (más de 400)
- b. las entidades de crédito que incluyen en su objeto social actividades de servicios de inversión, prácticamente todos los bancos y cajas de ahorro (más de 200)
- c. las ESI comunitarias que operan en España (unas 900)
- d. las IIC comunitarias que se comercialicen en España (280)
- e. Y finalmente, todos los inversores y en general toda persona física o jurídica

Bajo este marco, las funciones de la CNMV comprenden, por ejemplo, la vigilancia de la solvencia de las SV y AV y mercados, la verificación previa de admisión a negociación de los productos financieros que se emiten al mercado, la difusión de hechos relevantes y de información financiera, la supervisión de los mercados, las facultades de suspensión y exclusión de valores, el análisis y supervisión de los sistemas tecnológicos de soporte de los mercados, y un largo etc.

---

<sup>1</sup> No todos, como por ejemplo MTS o MFAO. Además, como luego veremos, esto puede cambiar en el futuro próximo.

La CNMV recaba un gran volumen de información, no solo sobre precios y actividad de los mercados, sino también sobre numerosos temas concretos: sobre el gobierno corporativo de las sociedades que emiten valores cotizados, sobre las participaciones significativas o sobre la información económica y financiera de las empresas, entre otros. Esta ingente y extremadamente valiosa cantidad de información no sólo debe ser almacenada, procesada y difundida, sino que además es fuente de estudio y análisis tanto por la propia CNMV, como por otros organismos públicos, participantes del mercado y académicos.

Como fácilmente podrán haberse hecho una idea, el “tamaño del campo de juego” es ciertamente grande. Pero, además, la dimensión del mercado español de valores es realmente notable desde otra perspectiva: la de sus magnitudes económicas. En los mercados bursátiles españoles cotizan casi 200 sociedades (sin incluir SICAVs), con un volumen total de capitalización próximo al 73% del PIB, superior a la media de otros países europeos.

Además, la actividad que se está observando en los mercados en los últimos meses, sobre todo en sectores como el energético (principalmente eléctricas) o la construcción, nos muestra que el mercado español es un mercado vivo, preparado para asumir cambios en las estructuras empresariales. A modo de ejemplo, decir que desde principios de año la CNMV ha aprobado 16 procesos de OPAS, en comparación con las 13 OPAS aprobadas en 2005. Y hay actualmente 5 OPAS pendientes de resolución, además de 3 OPAS ya anunciadas y de próxima presentación. Por otro lado, en lo que va de año, se han aprobado 8 salidas a bolsa (entre ellas BME), y hay 2 más en la tubería. En estas operaciones, destaca la actividad del sector inmobiliario, que ha sido uno de los grandes protagonistas, con varias OPV y OPAS en los últimos meses.

El mercado de renta fija también muestra un fuerte dinamismo, impulsado por el desarrollo de la renta fija privada. En el primer semestre del año, el volumen de emisiones sigue creciendo a tasas elevadas, superiores al 20%. En este aspecto, cabe destacar las emisiones de valores por parte de las instituciones financieras, resultado de la necesidad de captar recursos para financiar la expansión del crédito hipotecario.

Finalmente, la industria de gestión colectiva también merece una mención especial, pues es la puerta de acceso del gran público a los mercados de valores y se ha establecido ya como una inversión estable para los hogares españoles (alrededor del 15% de los activos financieros de las

familias se invierte en fondos de inversión). Actualmente, el patrimonio total gestionado en España representa cerca del 30% del PIB nacional, con un importe total que supera los 270 mil millones de euros. Por todo ello, el modo en el que se comercializan los fondos y la información que se ofrece requiere nuestra máxima atención, evitando que se utilicen denominaciones que puedan llevar a engaño al inversor, o prácticas que atenten contra la transparencia.

Asimismo, debemos reflexionar sobre el mejor modo de abordar la regulación y supervisión de la gestión colectiva, dado el continuo desarrollo de nuevos productos y nuevas técnicas de gestión por parte de los que operan en los mercados. Los esfuerzos supervisores deberían centrarse en garantizar el cumplimiento de los requisitos organizativos y normas de conducta de las sociedades gestoras, y dotar, a su vez, al gestor de mayor flexibilidad en su política de inversión. A tal efecto, esta mayor flexibilidad debería ir acompañada de determinados requisitos de transparencia e información. La reciente regulación desarrollada en España para los Fondos de Inversión Libre es un buen ejemplo de lo que acabo de decirles.

### III

Dicho esto, y como les anuncié al comienzo, **voy a finalizar hablando de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros, o MiFID**, destinada a reforzar el marco legislativo comunitario de los mercados y servicios de inversión.

La MiFID es una Directiva muy amplia y ambiciosa. Actualmente, todavía se está trabajando en los desarrollos de la normativa, pero el calendario para la trasposición y entrada en vigor de la MiFID nos muestra que el margen de tiempo es limitado. La Directiva debe estar transpuesta al ordenamiento jurídico español antes de finales de enero de 2007, de forma que las empresas tengan tiempo de estar preparadas antes de su entrada en vigor en noviembre del mismo año. Estamos, por tanto, en un momento de intenso trabajo, en el que la CNMV está haciendo especial hincapié en la difusión de su conocimiento y de sus implicaciones, además de asesorar al Gobierno, a través de la D.G. del Tesoro y Política Financiera, en las tareas de transposición.

A pesar de su amplio contenido, no todos los elementos que introduce la Directiva son una novedad. Así, por ejemplo, el pasaporte único es un concepto heredado de la vieja Directiva de

Servicios de Inversión, aunque en la MiFID éste es más claro y taxativo,. Por otro lado, la libre competencia entre distintas modalidades de negociación, que también establece la MiFID, es un fenómeno común en el mercado de renta fija español.

No obstante, sí que introduce importantes cambios para la organización de los mercados de renta variable o para la prestación de servicios de inversión y el cumplimiento de las normas de conducta, cuyo contenido se refuerza de forma notable. Por ello, más allá de enumerarles los distintos elementos que integran la MiFID, voy destacar dos cuestiones.

En primer lugar, merecen una mención especial **las implicaciones del establecimiento de la libre competencia sobre la arquitectura de los mercados de valores.**

En el ámbito de la negociación de valores, la MiFID contempla la existencia de tres sistemas de negociación distintos que pueden competir entre sí: los mercados regulados, los Sistemas Organizados de Negociación ( MSN en términos MiFID, algo que equivaldría a los llamados SON en España, como Latibex o SENAF), y los Internalizadores Sistemáticos (esto es, la internalización sistemática de órdenes). Ello supone la anulación de cualquier regla obligatoria de concentración de órdenes de negociación o monopolio, para dar paso a un entorno de negociación fragmentado con diversos sistemas de contratación que compiten entre sí. De este modo, no puede haber una norma legal que privilegie la negociación en una plataforma concreta. La competencia se modula con el establecimiento de unos requisitos de transparencia comunes, de modo que las distintas plataformas de negociación deberán cumplir con las mismas normas de pre y post-transparencia. Serán pues los agentes del mercado los que determinen el éxito de unos u otros sistemas en los diferentes mercados de productos financieros.

En las infraestructuras de post-negociación, los cambios que introduce la MiFID también son notables. La MiFID establece la libre elección del sistema de liquidación de valores por parte del intermediario y libertad para que las infraestructuras oficiales de negociación lleguen a acuerdos con distintas cámaras de contrapartida central o sistemas de liquidación de valores en cualquier estado miembro. Aunque lo anterior está sujeto a determinados requisitos técnicos, de modo que se asegure un buen funcionamiento de los mercados, no cabe duda que puede suponer una pequeña revolución en toda la UE y un desafío para las plataformas españolas como BME.

En segundo lugar, **la MIFID refuerza notablemente los requisitos y normas de conducta aplicables a la prestación de servicios de inversión.** Estos aspectos se aplican a todas las entidades que prestan servicios de inversión. Por lo tanto, no sólo afecta a las conocidas, hasta ahora, como Empresas de Servicios de Inversión, esto es, a las Sociedades de Valores, Agencias

de Valores y Sociedades Gestoras de Cartera –estas últimas en trance de desaparición-, sino, muy especialmente, al conjunto de bancos y cajas de ahorro cuyo papel en la prestación de servicios de inversión es más que notable en España<sup>2</sup>. De hecho, alrededor de un tercio de sus ingresos por comisiones proviene de la prestación de servicios de valores y de la comercialización de productos financieros no bancarios, como los fondos de inversión. O, por dar otro dato, del negocio de la comercialización de fondos de inversión, más del 90% de las comisiones tienen como destino las entidades de crédito.

La MiFID refuerza los requisitos organizativos, tratando de mitigar los conflictos de interés, y acentúa las normas de conducta, las cuales se modulan en función del tipo de cliente. Así, se determina el grado de protección necesaria en función de si el cliente es un inversor particular, un profesional o una contraparte elegible. En concreto, las normas tratan cuestiones como la calidad de la información, la idoneidad del servicio o producto ofrecido a clientes, la adecuada gestión de las órdenes de clientes, el principio de mejor ejecución y la gestión y publicidad de los conflictos de interés.

En definitiva, la MiFID supone un reto importante para el conjunto de los mercados, pero también para los organismos supervisores. Los supervisores debemos promover el entendimiento y la cooperación entre las distintas autoridades competentes europeas en la aplicación e interpretación de las normas, de modo que avancemos en la integración europea y la mejora de la competitividad de los mercados bajo condiciones de igualdad y seguridad.

**Ya finalizo.** Confío en que les sea útil recordar los datos y reflexiones que les acabo de aportar cuando entren en el detalle de los distintos temas a lo largo de las próximas sesiones de este curso. Eso sí, tratados más en detalle y por profesores más preparados que yo para muchas de las materias.

---

<sup>2</sup> Ver artículo publicado en nº 8 Mediterráneo Económico, de Caja Mar sobre “La MIFID y sus implicaciones para las entidades de crédito”.



Los cambios que estamos viviendo en los mercados de valores, reflejo y, a veces, motor, de los cambios que se suceden en el sistema económico, requieren de un profundo conocimiento de los mismos, pues sólo desde su estudio y conocimiento podemos avanzar para mejorar, convirtiendo los retos en oportunidades. Confío en que su interés por los mercados de valores

continúe creciendo y afianzándose. Las importantes tareas que tiene encomendadas la CNMV se abordan mejor desde el dialogo con los agentes de los mercados. Si, además, los profesionales que trabajan en ellos cuentan con una sólida formación sobre los temas, nuestra tarea se facilita.

Me permito terminar haciendo un poco de marketing de la institución que tengo el honor de vicepresidir. Así, les invito a que visiten nuestro *web site* [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) en el que encontrarán mucha información sobre los temas que aquí van a estudiar; además me he permitido traerles algunas de las publicaciones recientes de la CNMV que espero puedan resultarles de interés.

Les deseo un feliz y provechoso curso y muchas gracias por su atención.