

El papel de la CNMV en los mercados de valores

Carlos Arenillas Lorente
Vicepresidente de la CNMV

CEMFI

Madrid, 6 de marzo 2006

- 1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores**
- 2. La CNMV y la dimensión europea**
- 3. Características generales de la CNMV**
- 4. Actividad de la CNMV**
- 5. Algunas actuaciones recientes**
 - 5.1. Los fondos de inversión libre**
 - 5.2. Gobierno corporativo**
- 6. Consideraciones finales**

1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores

Los organismos que regulan y supervisan los mercados de valores tienen establecidos los siguientes objetivos*:

- 1. Mejorar la eficiencia de los mercados financieros**
- 2. Minimizar los posibles riesgos sistémicos (evitar crisis financieras)**
- 3. Proteger a los inversores**

** Principios y objetivos para la regulación de los mercados de valores acordados en la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) a finales de 1998.*

1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores

¿Por qué es necesaria la intervención pública?



Por la existencia de asimetrías de información. Estas pueden ser entre tipos de inversores o entre los gestores y los inversores o propietarios de la compañía. Esta asimetría en la información puede provocar:

- Problemas de selección adversa: suele afectar a los inversores menos informados, como pueden ser los inversores minoristas. Ej. falta de transparencia.
- Problemas de riesgo moral: los intereses entre los gestores y los inversores o propietarios no están alineados. Ej. necesidad de mejorar el gobierno corporativo de las empresas.

1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores

¿Por qué es necesaria la intervención pública?



Para mejorar la eficiencia informativa de los mercados.

El objetivo es que los precios de los valores trasmitan toda la información significativa.

Ej. Requisitos de difusión de información (hechos relevantes, informes regulares, estandarización contenido)

Para lograr estos objetivos es necesario asegurar un buen funcionamiento de las bolsas y mercados, de los sistemas de compensación y liquidación, así como evitar prácticas de abuso de mercado, ya sea por uso de información privilegiada o manipulación de precios, que no permitan una correcta formación de precios y asignación de los recursos financieros.

1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores: la CNMV

La Ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores, creó la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con las siguientes funciones asignadas:

✓ Supervisión e inspección de los mercados de valores:

- Transparencia
- Correcta formación de precios
- Protección de los inversores

Art.13 “La CNMV velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de precios y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines”

✓ Potestad sancionadora

✓ Capacidad reguladora (limitada, de carácter delegado)

✓ Asesoramiento (gobierno, MEH CCAA...)

1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores: la CNMV

- **La regulación y supervisión de los mercados de valores en ningún caso puede suplir el papel de la iniciativa privada en la toma de decisiones de inversión.**
- **La principal función de los reguladores y supervisores es generar incentivos a los agentes que garanticen que las decisiones de inversión se toman libremente y en condiciones adecuadas, manteniendo la confianza en los mercados financieros y buscando que el resultado final sea el más eficiente posible.**

- 1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores**
- 2. La CNMV y la dimensión europea**
- 3. Características generales de la CNMV**
- 4. Actividad de la CNMV**
- 5. Algunas actuaciones recientes**
 - 5.1. Los fondos de inversión libre**
 - 5.2. Gobierno corporativo**
- 6. Consideraciones finales**

2. La CNMV y la dimensión europea

Las funciones de supervisión y regulación de los mercados de valores están condicionadas por el proceso de integración de los mercados financieros europeos, al ser España un país miembro de la Unión Europea, y por la creciente globalización de los mismos.

➡ En este contexto, hay que garantizar que se avanza hacia la plena integración de los mercados europeos, minimizando situaciones de mala competencia o arbitrajes regulatorios no deseados.

Dentro de esta tarea, la CNMV debe facilitar la integración de nuestros mercados, en su sentido más amplio, en las mejores condiciones posibles.

2. La CNMV y la dimensión europea

¿Cómo se consigue avanzar hacia la integración europea?

a) Se necesita disponer de unos principios básicos comunes de supervisión y regulación

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) ha supuesto un gran avance en la homogeneización de la regulación en los mercados de valores (ej. principio de reconocimiento mutuo y pasaporte comunitario). Pero aún quedan cuestiones pendientes (MIFID)

b) Se requiere de un alto grado de coordinación y cooperación entre los distintos supervisores locales, consistente entre otros en:

- Sistemas de intercambio de información
- Determinar unos criterios comunes de actuación
- Disponer de unos mecanismos de mediación para casos de posibles divergencias interpretativas de la normativa (CESR)

1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores
2. La CNMV y la dimensión europea
3. Características generales de la CNMV
4. Actividad de la CNMV
5. Algunas actuaciones recientes
 - 5.1. Los fondos de inversión libre
 - 5.2. Gobierno corporativo
6. Consideraciones finales

3. Características generales de la CNMV

3.1. Organización:

✓ **Órgano Independiente:**

- Presidente, Vicepresidente y consejeros tienen un mandato temporal tasado. En ese tiempo son inamovibles.

✓ **Financiación autónoma**

- Se financia vía tasas por la prestación de servicios con el objetivo de que el importe de éstas cubra el coste del mismo.

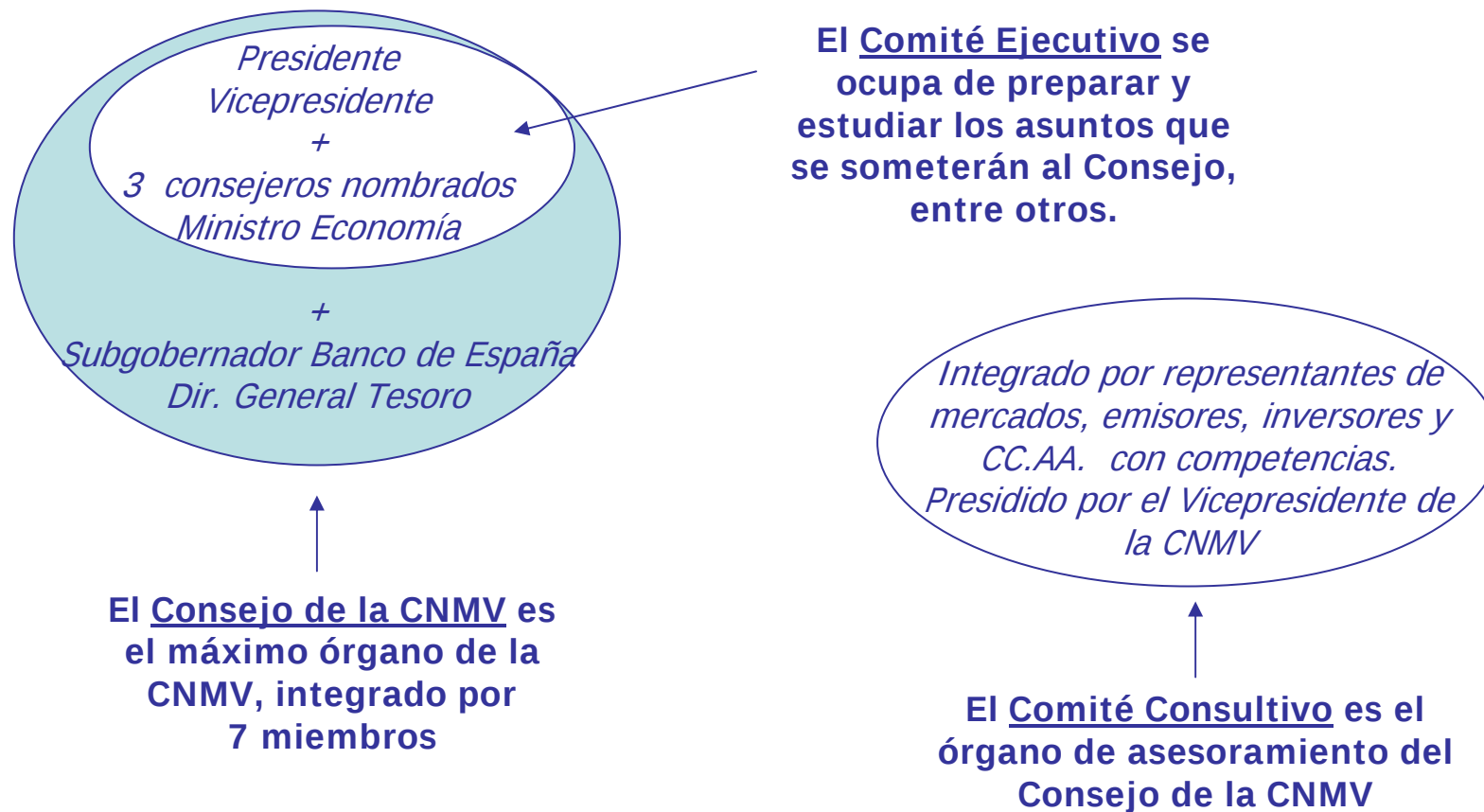
Ej. Tasas por el registro de folletos de emisión, OPVs, autorización OPA, inscripción entidades e instituciones en los registros oficiales, inspección y supervisión...

✓ **Da cuenta y razón de sus actuaciones**

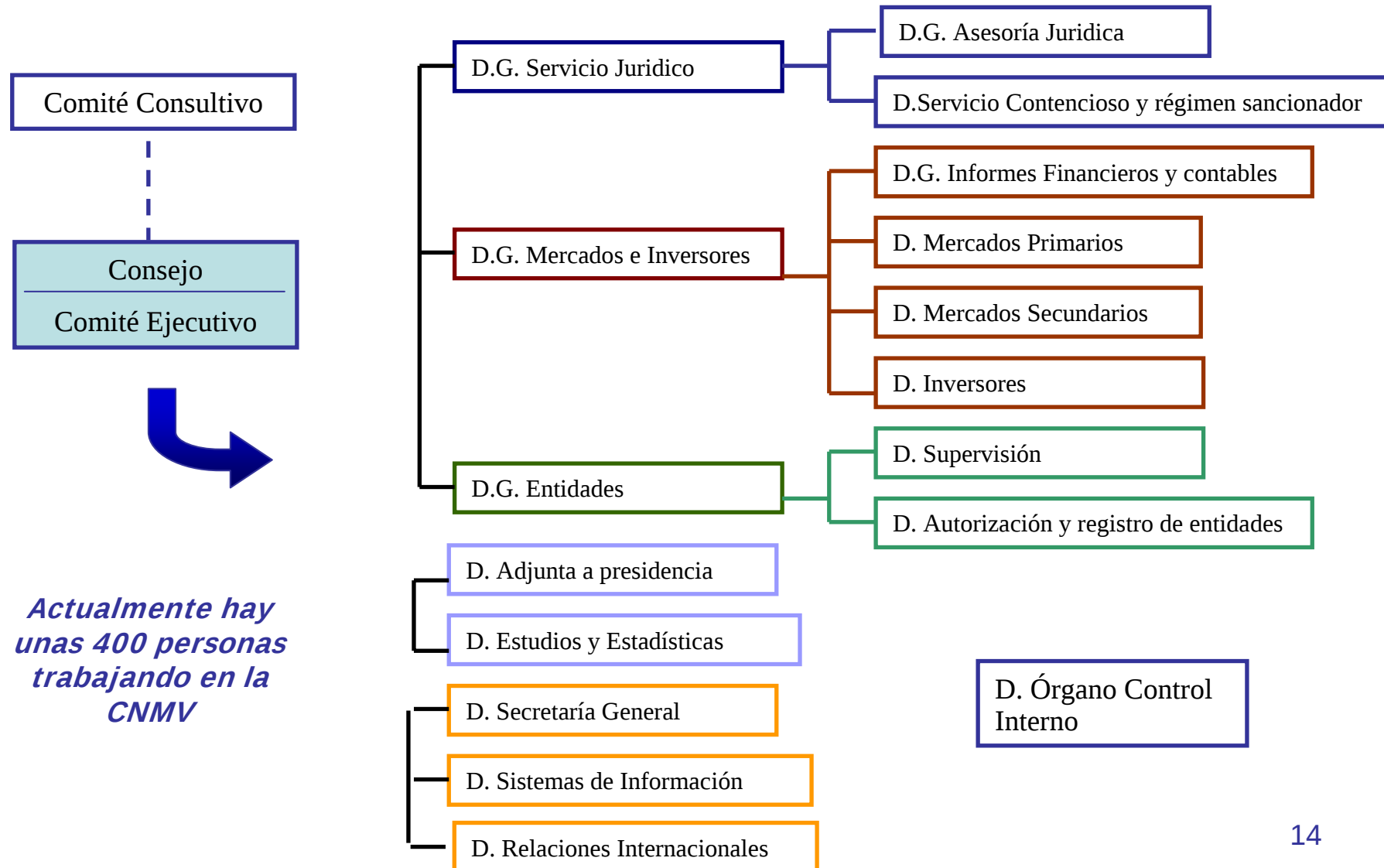
- Elabora anualmente informes, el Presidente comparece anualmente en el Congreso y siempre que se considere necesario.

3. Características generales de la CNMV

3.2. Organización:



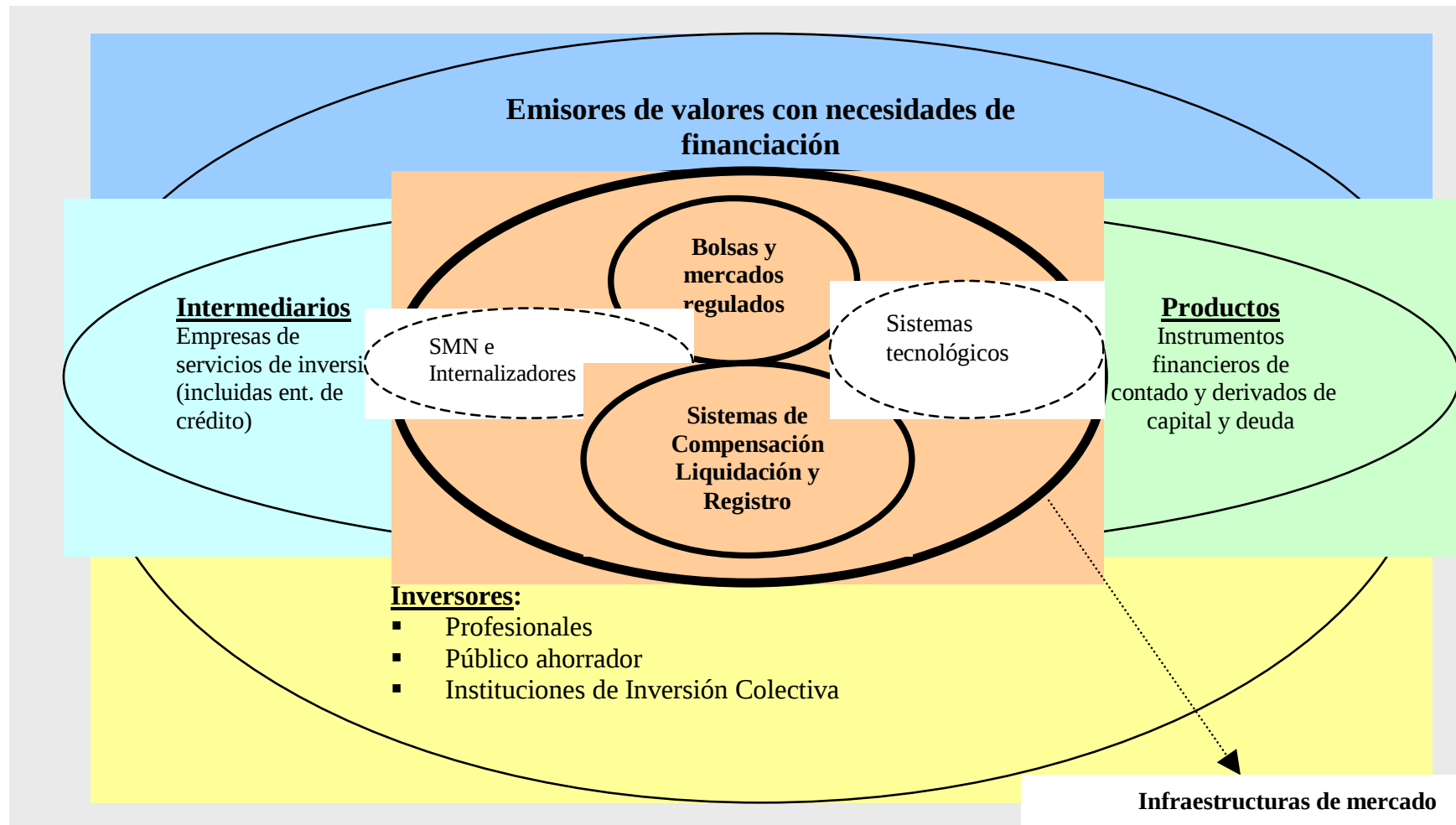
3. Características generales de la CNMV



1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores
2. La CNMV y la dimensión europea
3. Características generales de la CNMV
4. Actividad de la CNMV
5. Algunas actuaciones recientes
 - 5.1. Los fondos de inversión libre
 - 5.2. Gobierno corporativo
6. Consideraciones finales

4. Actividad de la CNMV: Amplio ámbito de actuación

Elementos que integran los mercados de valores:



4. Actividad de la CNMV: Amplio ámbito de actuación

Entidades sujetas a la supervisión, inspección y sanción de la CNMV:

- Mercados oficiales (MEFF, bolsas, aceite, AIAF...) (8)
- Sistemas de compensación y liquidación y entidades de contrapartida (4+1)
- Empresas de Servicios de Inversión nacionales (AV, SV y SG de cartera) o no comunitarias en España y FOGAIN (119+3+1)
- IIC (fondos de inversión o sociedades de inversión) y sus sociedades gestoras. (5.824 + 112)
- Las entidades de capital riesgo y sus gestoras (121+45)
- Las sociedades gestoras de fondos de titulización (8)
- Emisores de valores (renta variable 187 o de renta fija 440)
- Bancos y cajas de ahorro (206)
- Las ESI comunitarias que operen en España (883)
- Los fondos y sociedades de inversión comunitarias que se comercialicen en España (260)
- Los inversores y, en general, cualquier persona física o jurídica

Expresamente reguladas por la normativa

Por sus actuaciones en los mercados de valores

4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.1. Mercados bursátiles

- Hay 187 sociedades cotizadas (sin incluir SICAV). La capitalización bursátil a finales de 2005 superaba el 70% del PIB y la contratación anual fue próxima al 100% del PIB

Capitalización y contratación bursátil en 2005

	Capitalización/PI B (%)	Contratación/P IB (%)
Nueva York	107	113
Tokio	107	99
Londres	147	259
Euronext (**)	87	89
Alemania	46	55
Italia	49	57
España	73	94

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores, Eurostat y elaboración propia.

OPV:

- Existen varias salidas a bolsa en tramitación. Una de las más significativas es la de la propia BME, el grupo de bolsas y mercados españoles, que está preparando su salida a bolsa para este año.

Ofertas públicas de adquisición (OPA):

- En 2005 se aprobaron 13 procesos de OPA, 5 de los cuales estuvieron promovidos por empresas de capital riesgo.
- Actualmente hay varios procesos de OPA abiertos (5 en tramitación, 1 autorizado pero pendiente de inicio plazo aceptación, 2 en plazo de aceptación, 1 de finalización reciente)

4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.1. Mercados bursátiles

➤ **Algunas de las funciones de la CNMV:**

- Verificación previa de admisión a negociación
- Recepción y difusión de hechos relevantes y de información financiera
- Supervisión en línea de los mercados
- Facultades de suspensión y exclusión de valores
- Análisis y supervisión de los sistemas tecnológicos de soporte de los mercados.

➤ **Además, la CNMV recaba información sobre:**

- Gobierno corporativo
- Participaciones significativas
- Información económica y financiera
- Cuentas anuales auditadas
- Hechos relevantes
- Códigos ISIN
- Escrituras de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta

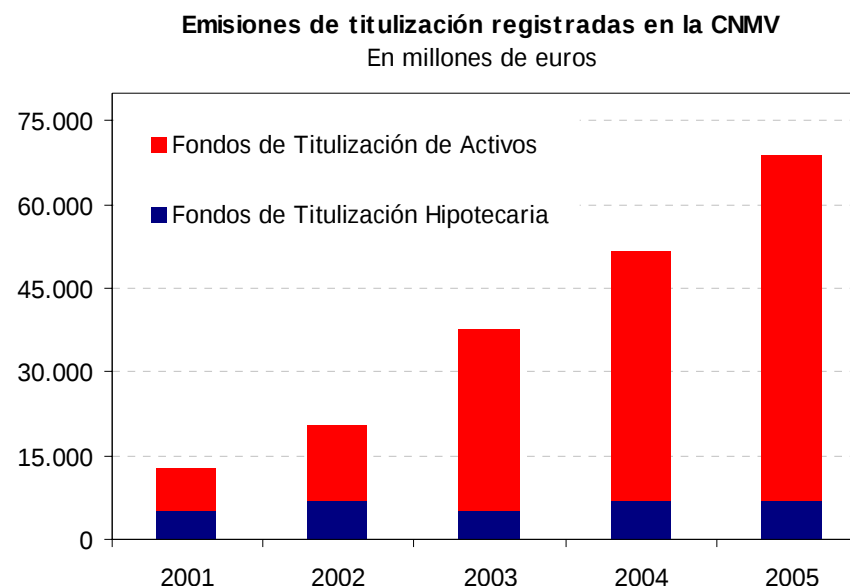
4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.2. Mercados de renta fija:

A finales de 2005, el saldo vivo de las emisiones de valores admitidos a negociación en AIAF y las bolsas superaba los 465 mM € (un 45% más que en 2004).

Entre las nuevas emisiones de renta fija privada a largo plazo registradas en la CNMV durante 2005 destacan las emisiones de titulización, que superan los 70 mM €

Las emisiones respaldadas por cédulas hipotecarias, certificados de transmisión hipotecaria y participaciones hipotecarias cubrieron casi el 80% del importe registrado en bonos de titulización de activos (BTA) en 2005.



4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.3. Registro, contrapartida, compensación y liquidación

Iberclear: depositario central de valores nacionales (funciones de registro, compensación y liquidación de valores), compuesto por:

- ➡ Dos plataformas: Iberclear CADE (central de anotaciones de deuda del Estado) y Iberclear SCLV (servicio de compensación y liquidación de valores de RF y RV privada), fusionadas en 2004 en Iberclear y en proyecto de integración.

Otros depositarios centrales de valores son SCL Barcelona, SCL Bilbao y SCL Valencia (valores de las respectivas bolsas)

MeffClear: la actividad de contrapartida cuenta con MeffClear, que actúa como contraparte de las operaciones sobre valores o instrumentos financieros (Senaf)

4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.4. Mercados de productos derivados

MEFF: Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros (MEFF).
Mercado de derivados sobre mercaderías (futuros sobre aceite oliva, MFAO) y próximos mercado de derivados sobre energía.

Negociación en los mercados de derivados financieros en España*

Nº de contratos, salvo otra indicación

	2002	2003	2004	2005	Var (%) 2005 / 04
MEFF RF	51.060	1.371	98	46	-53,1
Futuros s/ deuda	51.060	1.371	98	46	-53,1
Opciones s/ deuda	-	-	-	-	-
Futuros y opc. s/ MIBOR	-	-	-	-	-
Futuros s/ Euribor	-	-	-	-	-
MEFF RV	27.866.867	21.746.693	21.406.951	31.718.960	48,2
Futuros s/Ibex 35	3.515.016	3.227.206	4.158.120	4.816.463	15,8
Ibex 35 Plus	3.450.985	3.129.313	4.045.728	4.707.357	16,4
Ibex 35 Mini ⁽²⁾	64.031	97.893	112.392	109.106	-2,9
Opciones s/Ibex 35	441.745	243.844	253.160	388.219	53,3
Futuros s/acciones	9.630.899	9.768.607	10.281.086	17.489.192	70,1
Opciones s/acciones	14.278.332	8.507.035	6.714.585	9.025.086	34,4
Contratos S&P ⁽²⁾	875	0	-	-	-
Total MEFF	27.917.927	21.748.064	21.407.049	31.719.006	48,2
Mercado continuo	1.232.351	1.609.679	1.825.468	2.049.281	12,3
Warrants ⁽³⁾	1.232.351	1.609.679	1.825.468	2.049.281	12,3
Pro-memoria:					
Total EuroMEFF	4.198.861	5.233.561	4.600.701	2.521.171	-45,2
Futuros s/ deuda europea ⁽⁴⁾	2.583.383	2.879.779	2.815.703	1.440.370	-48,8
Contratos s/ índices europeos ⁽⁵⁾	1.604.330	2.322.356	1.784.965	1.080.801	-39,4
Otros ⁽⁶⁾	11.148	31.427	33	-	-

4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.5. Empresas de servicios de inversión (ESIS)

Sólo los intermediarios autorizados (ESIS y entidades de crédito) están habilitados para ofrecer y realizar servicios de inversión para terceros.

La actividad de los bancos y cajas de ahorro en la prestación de servicios de inversión es elevada. Alrededor del 33% de sus ingresos por comisiones proviene de la prestación de servicios de valores y de la comercialización de productos financieros no bancarios (fondos de inversión, fondos de pensiones o seguros)

Comisiones percibidas por prestación de servicios de inversión en 2005: comparación entre ESI y Entidades de crédito

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores	Sociedades gestoras de cartera	Entidades de crédito	Total	% entidades crédito / total
Colocación y aseguramiento	53	0	76	129	58,9
Compraventa de valores	491	0	261	752	34,7
Gestión de patrimonios	22	13	52	87	59,7
Administración y custodia	14	0	470	484	97,1
Comercialización fondos de inversión	110	0	1.589	1.699	93,5

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.6. Industria de inversión colectiva

Las sociedades e instituciones de inversión colectiva son la puerta de acceso al gran público a los mercados de valores y son una inversión estable para los hogares (algo menos del 15% de los activos financieros se invierte en fondos de inversión).

El patrimonio gestionado representa cerca del 30% del PIB nacional.

Situación a 31/12/2005	Número de entidades	Patrimonio (millones de €)	Partícipes y accionistas
Fondos	2.723	262.201	8.450.164
FIM	2.569	207.450	6.471.584
FIAMM	154	54.751	1.978.580
SICAV	3.118	25.486	418.920
IIC inmobiliarias	13	6.685	119.113
IIC extranjeras	260	33.615	560.515
TOTAL	6.114	327.987	9.548.712

4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.6. Industria de inversión colectiva

➤ **Adecuada comercialización:** las gestoras deben proporcionar una buena información sobre la política de gestión del fondo, los riesgos del mismo, así como las comisiones y gastos que se aplican. Los folletos de los fondos de inversión deben ser claros y evitar el uso de denominaciones que puedan inducir a engaño al inversor.

➤ **Papel como inversor institucional:**

La importancia de la inversión institucional ha sido objeto de reciente regulación.

La sociedad gestora está obligada a ejercer los derechos políticos de los valores integrados en el fondo (si tienen más de 12 meses y si posee más del 1% del capital de la sociedad española)

4.7. Entidades de capital riesgo

Protagonismo creciente de las entidades de capital riesgo. Tan sólo en 2005 se constituyeron 18 entidades de capital riesgo, con lo que el total asciende a 121.

4. Actividad de la CNMV: algunas cifras

4.8. Actuaciones disciplinarias

Numero de infracciones contempladas en expedientes sancionadores

	2004	2005
1. Infracciones objeto de apertura de expediente	34	24
* Muy graves	32	15
* Graves	2	9
* Leves	-	-
2. Infracciones en expedientes concluidos	58	36
Muy graves	25	25
Graves	23	11
Leves	10	-

Pro memoria:

<i>Número de expedientes abiertos</i>	27	14
<i>Número de expedientes concluidos</i>	37	21

Sanciones impuestas

		2004		2005	
		Nº	Importe⁽¹⁾	Nº	Importe⁽¹⁾
I.	Multa	58	3.149	53	1.636
II.	Inhabilitación de administradores	1	-	-	-
III..	Amonestación pública	11	-	-	-
IV.	Amonestación privada	3	-	-	-

(1) Miles de Euros.

1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores
2. La CNMV y la dimensión europea
3. Características generales de la CNMV
4. Actividad de la CNMV
5. Algunas actuaciones recientes
 - 5.1. Los fondos de inversión libre
 - 5.2. Gobierno corporativo
6. Consideraciones finales

5. Actuaciones y retos: los fondos de inversión libre

5.1. Los fondos de inversión libre

La industria de *hedge funds* tiene una importancia creciente en los mercados financieros.

¿Qué se entiende por *hedge fund*?

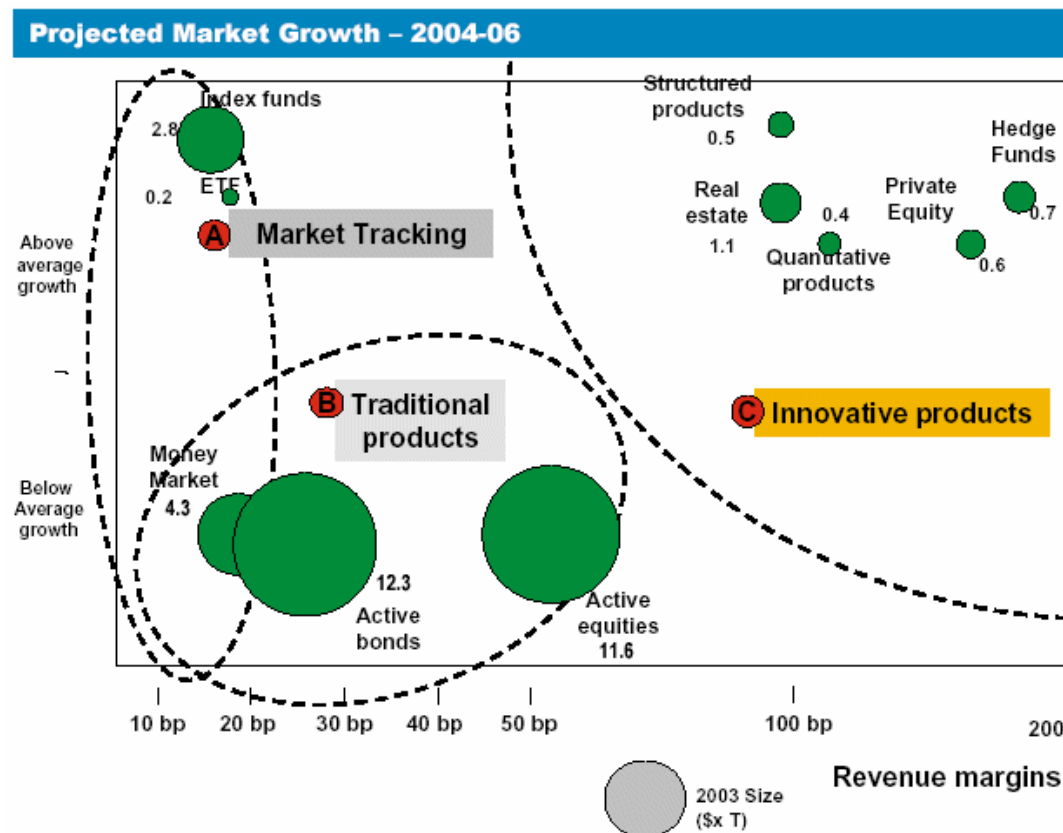
No hay una definición oficial de *hedge funds*.

Algunas de los elementos que los caracterizan son:

- Objetivo de rentabilidad absoluta, independiente de la evolución del mercado
- Sin restricciones en la política de inversión
- Organizaciones centradas en personas clave
- Estructura de comisiones por resultado y comisión por gestión
- Inversiones mínimas elevadas
- Sin obligaciones de liquidez
- Apalancamiento y uso de derivados
- Desarrollados en zonas no reguladas (*off-shore*)

5. Actuaciones y retos: los fondos de inversión libre

Los *hedge funds* son un producto de inversión colectiva con amplia flexibilidad inversora, que responde a un nuevo estilo de gestión.



Sources : National statistics, BCG analysis, Morgan Stanley Research. Projections 2004-2006

En el futuro próximo, la frontera entre la gestión tradicional y la gestión alternativa será cada vez más difusa.

En España, los *hedge funds* se van a llamar Fondos de Inversión Libre, y son una de las principales novedades de la nueva regulación de instituciones de inversión colectiva.

5. Actuaciones y retos: los fondos de inversión libre

En España se establecen dos tipo de productos:



Se establecen unos requisitos específicos a la sociedad gestora (RRPP adicionales...) y se regulan los medios organizativos y de control de riesgos exigibles, con énfasis en la fiabilidad e independencia del cálculo del valor liquidativo. Se regulan también las relaciones entre las sociedades gestoras y los intermediarios proveedores de servicios como los *prime brokers*.

5. Actuaciones y retos: los fondos de inversión libre

El desarrollo de la industria de *hedge funds* es un paso más en la modernización de nuestro mercado de valores, pues el aumento de las posibilidades de inversión de los agentes es un síntoma de madurez financiera de una economía.

Pero ello debe hacerse con las máximas garantías posibles, en base a un profundo conocimiento de la industria en todos sus aspectos. Solo así se puede garantizar un adecuado desarrollo normativo y el cumplimiento de las correspondientes funciones de supervisión, que permita asegurar una adecuada protección a los inversores.

5. Actuaciones y retos: grupo de gobierno corporativo

5.2. Grupo de gobierno corporativo

Los códigos de buen gobierno corporativo buscan:

- alinear los intereses de los gestores de la empresa con los intereses de los dueños de la misma (los accionistas)
- y lograr que se respeten por igual los intereses de todos los accionistas en la gestión de la empresa.

Para que tengan el resultado deseado, deben tenerse en cuenta las peculiaridades de la estructura empresarial del país en cuestión, pues los modelos existentes son muy diversos.

5. Actuaciones y retos: grupo de gobierno corporativo

En España, en los últimos años se ha mejorado mucho en materia de gobierno corporativo y transparencia. Ahora era necesario dar un paso más. Por ello, el consejo de ministros creó un grupo de trabajo sobre Gobierno Corporativo presidido por el Presidente de la CNMV con los objetivos de:

- Refundir y actualizar los códigos ya existentes de gobierno corporativo (Olivencia y Aldama)
- Hacer, si procede, recomendaciones normativas en la materia

El código unificado es:

- Voluntario: son recomendaciones sujetas al principio de cumplir (seguir) o explicar,
- General: se aplica a todas las sociedades cotizadas, sin detallar los casos en los que habría legítimas excepciones.

5. Actuaciones y retos: grupo de gobierno corporativo

Algunas de las cuestiones sobre las que el Código Unificado recoge recomendaciones son:

- Organización y tamaño del consejo de administración
- Definición de clases de consejeros y en concreto definición de la figura del consejero independiente
- Estructura funcional del consejo
- Cuestiones de diversidad de género
- Procesos de nombramientos, selección y ceses
- Política de retribuciones
- Sobre las comisiones y comités

Finalizada la fase de consulta pública y tras las correspondientes deliberaciones, se presentará una nueva versión del Código en breve.

1. El papel de los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores
2. La CNMV y la dimensión europea
3. Características generales de la CNMV
4. Actividad de la CNMV
5. Algunas actuaciones recientes
 - 5.1. Los *Hedge Funds*
 - 5.2. Gobierno corporativo
6. Consideraciones finales

6. Consideraciones finales

- El desarrollo de los mercados de valores y los procesos de desintermediación de la operativa bancaria tradicional suponen una mejora de eficiencia en la asignación de las necesidades de ahorro e inversión de los agentes. Para ello se requiere de unas instituciones públicas que regulen y supervisen las actuaciones que se desarrollan en los mercados, controlando los riesgos y manteniendo la confianza en los en los mercados.
- Asimismo, el fenómeno de la globalización tiene su máximo exponente en los mercados de valores, donde los organismos públicos tienen un importante papel en facilitar la integración de los mismos en las mejores condiciones posibles.
- El conocimiento y estudio de los mercados de valores, dada la continua innovación que en ellos se observa, es el único modo de garantizar una adecuada supervisión y regulación de los mismos.

El papel de la CNMV en los mercados de valores

Carlos Arenillas Lorente
Vicepresidente de la CNMV

CEMFI

Madrid, 6 de marzo 2006