



Presentación del Informe Anual correspondiente al
ejercicio 2009

JULIO SEGURA, PRESIDENTE
25 de mayo, 2010



El informe anual correspondiente a 2009 se presenta en un entorno económico y financiero de elevada complejidad, donde los datos apuntan a que la crisis financiera estaría llegando a su fin pero que, a su vez, persisten importantes elementos de riesgo en el corto y medio plazo.

La actividad económica mundial se contrajo hasta mínimos históricos en 2009. El PIB global descendió un 0,6%, su primera contracción desde la Segunda Guerra Mundial. El grave deterioro de la actividad económica que se inició en el tercer trimestre de 2008 se prolongó hasta los primeros meses de 2009. La mejora no se percibió hasta marzo de 2009, cuando comenzaron a desplegar sus efectos más intensos los programas de apoyo al sector financiero, los cuantiosos planes de estímulo fiscal y las medidas extraordinarias aplicadas por los principales bancos centrales. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que para el conjunto de las economías del G-20, las medidas adoptadas por los gobiernos podrían haber tenido un efecto expansivo sobre el crecimiento de entre un 1% y un 5% en 2009. Como resultado de lo anterior, las principales economías mundiales abandonaron técnicamente la recesión a lo largo de 2009. Adicionalmente, una de las consecuencias más visibles de la crisis y de las medidas de impulso fiscal y apoyo al sistema financiero ha sido el sustancial crecimiento de los niveles de déficit y deuda públicos en 2009 en todas las economías.

Las previsiones más recientes apuntan hacia una recuperación de la economía mundial en 2010, con tasas de crecimiento cercanas al 4%, si bien los riesgos persisten y cabe señalar varios elementos de fragilidad.

El primero, asociado a las dudas del mercado sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunas economías europeas tras la grave crisis fiscal griega. El segundo elemento de fragilidad es el derivado de la incertidumbre sobre la robustez de la incipiente recuperación en un contexto donde la política fiscal deberá adoptar un tono más restrictivo que en el pasado reciente. Un tercer elemento que puede dificultar una recuperación sólida es la persistencia de las elevadas tasas de desempleo en algunas economías, que pueden contribuir a mantener el consumo privado deprimido durante un periodo prolongado de tiempo. Y, por último, un factor que puede amenazar la sostenibilidad de la recuperación mundial es el relacionado con las dificultades que existen para conseguir un reequilibrio de la demanda mundial entre economías.

En el contexto internacional que acabo de describir, la actividad económica nacional continuó, como saben, contrayéndose durante el pasado año, aunque a tasas cada vez menores, y los datos más recientes indican que la economía habría dejado la recesión, en términos puramente técnicos, en el primer trimestre de 2010.

En el conjunto del año pasado, el PIB retrocedió un 3,6%, lo que representa una cifra ligeramente inferior a la registrada por el conjunto de países de la zona del euro. Por sectores productivos, el ajuste continuó siendo muy intenso en la industria, que retrocedió cerca de un 15% con respecto a 2008, y en la construcción, con un descenso superior al 6%.

El considerable ajuste en la demanda doméstica ha permitido una fuerte reducción de las necesidades de financiación exterior, que pasaron a representar el 4,7% del PIB en 2009, frente al 9,1% en 2008. Buena parte de este ajuste se debió al notable aumento de la tasa de ahorro de las familias, hasta alcanzar el 18,8% de su renta disponible.

También la caída sustancial en la inflación doméstica, que cerró el año en un 0,8%, provocó que durante buena parte del ejercicio el diferencial con respecto a la zona del euro fuera negativo, ayudando así a nuestro sector exportador. Por su parte, la fuerte reducción en los ingresos fiscales y el aumento del gasto público se tradujeron en un déficit del 11,2% del PIB, lo que elevó el nivel de deuda pública desde el 39,7% del PIB en 2008 hasta el 55,2% en 2009.

En el ámbito financiero, las entidades de crédito nacionales continuaron operando en un entorno de gran complejidad por la caída del volumen de negocio y el deterioro de los activos crediticios. Por otra parte, la financiación del sector se vio facilitada por la concesión de avales públicos a las emisiones y por la estrategia de gestión de liquidez del Banco Central Europeo (BCE).

Los retos que tenemos por delante son claros. Por una parte, en el corto plazo, es necesario avanzar de forma decidida en el proceso de consolidación fiscal. Además, debemos alcanzar un nuevo equilibrio en la composición de nuestra estructura productiva, menos dependiente del sector de la construcción y con capacidad para absorber el elevado volumen de desempleo. Por otra, hay que culminar satisfactoriamente el proceso de reordenación del sistema financiero doméstico, con el fin de que recupere su papel como factor esencial del crecimiento. La reforma será clave para el desarrollo de la economía a medio y largo plazo.

Pasando ya a la evolución de los mercados de valores españoles en 2009, conviene señalar la tendencia a la normalización de las principales magnitudes financieras, como los *spreads* de la deuda corporativa, el grado de liquidez y la volatilidad de los mercados de renta variable, todo ello en un marco de fuerte recuperación de las cotizaciones bursátiles a partir de marzo de 2009.

En concreto, en los mercados de renta variable, desde marzo de 2009 las cotizaciones se han revalorizado de forma sustancial, permitiendo un avance para el Ibx 35 cercano al 30% en el conjunto de 2009, por encima de los avances del resto de plazas europeas de referencia.

Esta tendencia alcista de los precios de la renta variable se ha revertido en los primeros meses de 2010 como consecuencia de las turbulencias asociadas a los mercados de deuda pública europeos. En un contexto de elevada volatilidad, el Ibx 35 ha llegado a perder, de manera puntual, en lo que va de año más de un 24%, lo que representa un descenso superior al experimentado en el resto de plazas europeas más importantes.

De forma paralela, la volatilidad del mercado de renta variable, a pesar de la normalización en 2009, ha vuelto a aumentar tras los graves problemas vividos en algunos mercados de deuda europeos, a los que me he referido antes. Así, a mediados de este mismo mes la volatilidad de la bolsa española volvía a retomar niveles sustanciales, superiores a los observados a finales de 2008. Las condiciones de liquidez de los mercados de renta variable han mejorado de forma progresiva y no se han visto mermadas en el reciente episodio de inestabilidad.

La evolución de los mercados de renta fija nacionales, por su parte, ha cobrado especial relevancia como consecuencia del deterioro de las finanzas públicas en algunos países europeos. En los últimos meses se ha observado un aumento sustancial de las rentabilidades exigidas en el caso de algunas deudas soberanas europeas, que se prolongó hasta los máximos de los primeros días de mayo de 2010, como consecuencia del aparente efecto contagio que siguió a la constatación de los graves problemas fiscales de Grecia.

El volumen de emisiones de renta fija privada realizadas por emisores españoles durante 2009 se ha visto también afectado. En términos brutos, es decir sin tener en cuenta las

amortizaciones, el importe emitido descendió un 8,7% respecto de 2008 y en términos netos el volumen fue un 16,7% inferior al de 2008. Asimismo, se produjeron cambios en los tipos de activos emitidos, disminuyendo el importe captado mediante bonos de titulización y pagarés de empresa, lo cual fue compensado parcialmente con un importante aumento de las cédulas hipotecarias y de los bonos simples así como de las participaciones preferentes y de los bonos convertibles. Estos datos señalan un menor recurso a los mercados de renta fija, así como un trasvase desde la deuda a corto plazo hacia la de largo.

En conjunto, puede afirmarse que, a pesar de la inestabilidad de los mercados financieros nacionales e internacionales de los últimos días, durante 2009 hemos asistido a una progresiva normalización de las condiciones financieras y a una mejora del entorno económico internacional, si bien las incertidumbres existentes requieren la máxima cautela y un cuidadoso seguimiento.

Continuaré con una breve descripción del desarrollo de la actividad financiera de las entidades supervisadas por la CNMV en este complejo contexto macroeconómico y financiero descrito.

Comenzando por las **instituciones de inversión colectiva (IIC)**, tras los importantes descensos del patrimonio de los fondos de inversión de ejercicios anteriores, se observa que durante el ejercicio 2009 algunos datos parecen apuntar a una recuperación relativa del sector.

En efecto, desde el inicio de la crisis a mediados de 2007, el patrimonio de los fondos de inversión se ha reducido en un 38%, principalmente como consecuencia de los reembolsos netos de los partícipes, que explican casi el 95% del descenso del patrimonio. Asimismo, en los últimos años, el sector ha perdido más de tres millones de partícipes, respecto a los 8,7 millones de junio de 2007.

Sin embargo, esta tendencia se revertió en 2009. En el conjunto del año, el patrimonio apenas se redujo un 3% respecto a 2008. Este moderado descenso fue consecuencia de los reembolsos de los partícipes, que más que compensaron la revalorización de la cartera por recuperación de cotizaciones que permitió una rentabilidad conjunta de los fondos del 5,7% en 2009. Por otra parte, en la segunda mitad de 2009, se observaron en algunos meses suscripciones netas de reembolsos positivas y aumento del patrimonio y del número de partícipes. En cualquier caso, los primeros datos de 2010 exigen ser cautelosos, pues estos parecen apuntar de nuevo a reducciones de patrimonio, originadas por descensos en los precios de los activos en cartera y reembolsos de los inversores.

Respecto al número de fondos, tras el cambio normativo de las vocaciones inversoras de los fondos, las sociedades gestoras han aprovechado para racionalizar la oferta de productos vía fusiones de modo que a finales de 2009 había un 12% menos de fondos registrados en la CNMV.

Como en años anteriores, la CNMV ha prestado especial atención al seguimiento y evaluación de las condiciones de liquidez de los fondos de inversión y de su capacidad para garantizar la atención de los reembolsos solicitados y el tratamiento equitativo de los inversores. En el momento actual, el porcentaje del patrimonio de los fondos de inversión con activos que pueden considerarse de escasa liquidez es relativamente modesto y no ha experimentado variaciones sustanciales de un tiempo a esta parte, manteniéndose en niveles próximos al 8%.

Las principales dificultades de liquidez se han producido en las IIC inmobiliarias que han vivido, un año más, una compleja situación condicionada por el intenso ajuste del sector inmobiliario doméstico. En efecto, en 2009 se ha producido un descenso del 12,9% del patrimonio de las IIC inmobiliarias, debido en su mayor parte a la rentabilidad negativa

de la cartera, que marcó un mínimo histórico al llegar al -8,3%. El resto de la pérdida patrimonial fue consecuencia de los mayores reembolsos con relación a las suscripciones.

En este marco, algunos fondos de inversión inmobiliarios (FII) optaron por liquidar activos o reducir la frecuencia de los reembolsos. Además, a petición de sus gestoras, la CNMV autorizó la suspensión de los reembolsos por un período de dos años en dos FII. En conjunto, a finales de 2009, de los 16 fondos y sociedades registradas, tres tenían reembolsos suspendidos y una se encontraba en proceso de liquidación, situación que se mantiene a día de hoy.

Dada la situación del mercado inmobiliario, es previsible que alguno de los FII en las situaciones comentadas tenga finalmente que acordar su disolución. Por ello es importante destacar la propuesta de modificación del Reglamento de IIC que permitirá mantener la responsabilidad e implicación de la gestora y el depositario en todo el proceso de liquidación del fondo, así como la supervisión de su actuación por la CNMV, a diferencia de la normativa actual.

En el ámbito de las **empresas de servicios de inversión (ESIS)**, las sociedades y agencias de valores tuvieron que hacer frente, un año más, a un ejercicio difícil caracterizado por el descenso de los ingresos en sus principales líneas de negocio. Los beneficios de las sociedades y agencias de valores volvieron a descender respecto a 2008, un 28,6% y 54% respectivamente, si bien en una cuantía inferior a la observada en 2008. De hecho el número de entidades en pérdidas se ha reducido ligeramente, de 28 a 26.

A pesar de las dificultades, puede afirmarse que la solvencia agregada del sector continúa siendo holgada, incluso teniendo en cuenta que en 2009 entró en vigor la nueva normativa que exige mayores recursos propios, especialmente para la cobertura del riesgo operativo (Circular CNMV 12/2008). En conjunto, el volumen de recursos propios era 3,7 veces superior a los exigibles para las sociedades de valores y 1,5 veces para las agencias de valores. Una agencia de valores, Sebroker S.A. presentó la solicitud de concurso voluntario y de intervención por parte de la CNMV. Tras el acuerdo de intervención y la suspensión de actividades, con objeto de garantizar la protección de los inversores, se ha procedido, a instancias de la CNMV, al traslado de los valores de los clientes a otra sociedad habilitada. Asimismo, la CNMV ha acordado la individualización de saldos de efectivo de los clientes, si bien esta medida aún no ha podido ser llevada a cabo por los administradores concursales.

En conjunto, si bien continúa la percepción de que existe cierto exceso de capacidad en el sector que justificaría un proceso de reestructuración del mismo, puede afirmarse que las perspectivas para el conjunto de las ESIS son algo más favorables que en ejercicios anteriores.

Finalmente, por lo que respecta a los **sistemas de compensación y liquidación**, durante 2009 cabe destacar el buen funcionamiento de las infraestructuras españolas. De hecho, las incidencias registradas en la plataforma de liquidación de renta fija, pública y privada y en la de renta variable fueron inferiores a las mínimas experimentadas en 2008. Por tanto, la fiabilidad de las infraestructuras de compensación y liquidación españolas sigue siendo muy elevada.

Adicionalmente, se han producido avances relevantes en la adaptación de nuestros sistemas al marco competitivo que impuso la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). A tal efecto, a finales de 2009 el Consejo de la CNMV elevó al Ministerio de Economía y Hacienda la propuesta favorable a la solicitud presentada por Iberclear de modificación de su Reglamento en relación al nuevo procedimiento de liquidación y registro de operaciones extrabursátiles y las actividades a través de enlace con otros depositarios centrales de valores.

En este ámbito, cabe destacar el lanzamiento del proyecto de reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de los valores bursátiles españoles por parte de la CNMV,

que cuenta con la colaboración del Banco de España y que fue anunciado públicamente el pasado mes de marzo. Este proyecto, destinado a mejorar la eficiencia y competitividad de los mercados españoles y dar respuesta a la adaptación del sistema al marco europeo e internacional, tiene su origen en el informe conjunto CNMV-Banco de España de diciembre de 2007. Los trabajos del proyecto parten de tres grandes ejes: el traslado de la firmeza de las operaciones hacia el momento de la liquidación, aumentando la versatilidad del sistema; la introducción de una cámara de contrapartida central (CCP) que mitigue el riesgo de contrapartida, mejore la distribución de las garantías y permita mantener la seguridad del sistema; y el desplazamiento del control registral a un momento posterior a la liquidación.

El proyecto de reforma cuenta desde el principio con la participación activa del sector, a partir de los grupos de trabajo creados a tal efecto por la CNMV. Además, estamos comprometidos en dotar al proceso de la suficiente transparencia mediante la publicación regular de los principales avances producidos.

Como no puede ser de otro modo, el contexto financiero descrito ha condicionado las actuaciones de la CNMV en el ámbito de la supervisión e inspección de los mercados de valores.

A tal efecto, cabe recordar que la crisis ha constatado importantes deficiencias en el sistema financiero que han motivado una intensa actividad internacional en el ámbito de la regulación y supervisión financiera destinada paliar o mitigar la probabilidad de ocurrencia de fallos similares en el futuro.

Los fallos que ha puesto de manifiesto la crisis son varios: mantenimiento de unas políticas monetarias y financieras excesivamente laxas durante la etapa de crecimiento que propiciaron una excesiva asunción de riesgos; aumento de las asimetrías informativas como consecuencia de la creciente complejidad y globalización de los mercados, que no estuvo acompañada de la correspondiente regulación; y excesiva confianza en la autorregulación y buen funcionamiento de los mercados, que no permitió corregir conductas y fomentó incentivos inadecuados para la estabilidad del sistema.

Si bien los esfuerzos iniciales se han centrado en el fortalecimiento de los recursos propios de las entidades financieras, con importantes avances tendentes a aumentar el consumo de recursos propios, ya sea por la inversión en productos complejos o en función de los activos ponderados por riesgos con límites cuantitativos al endeudamiento, es momento de concretar importantes reformas en el área de funcionamiento de los mercados de valores. Me refiero a aspectos relacionados con la mejora de la transparencia, aumento de la actividad regulada en detrimento de la autorregulación o diseño de incentivos destinados a mejorar el funcionamiento de los mercados de valores.

A continuación paso a señalar las principales actuaciones de la CNMV a lo largo de 2009 que, además de cumplir con las obligaciones establecidas por la Ley del Mercado de Valores (LMV) de **mejora de la transparencia, correcto funcionamiento de los mercados y protección del inversor**, hacen referencia a algunos de los aspectos que acabo de mencionar.

En primer lugar, la **mejora de la transparencia**, eje fundamental de la actuación de los supervisores de valores, se ha convertido en una herramienta esencial para restaurar y mantener la confianza de los participantes en el sistema financiero. La falta de información en determinados mercados, como los de renta fija privada, productos estructurados y derivados *over the counter* (OTC), y las deficiencias de las prácticas de valoración y catalogación por parte de las agencias de *rating*, contribuyeron a erosionar la confianza de los inversores en los mercados.

Una actividad que ha merecido especial atención es la titulización de activos, principal exponente del intenso proceso de innovación financiera de los últimos años. Pese a sus

beneficios potenciales en la gestión de riesgos y como potente herramienta de financiación, en muchos casos no ha existido una información suficiente sobre los verdaderos riesgos que estos títulos incorporaban ni sobre los relevantes conflictos de interés que existían en muchas fases de la cadena de titulización, en especial los que afectaban a las agencias de calificación crediticia. Afortunadamente, el funcionamiento de estas agencias ya está regulado y estará próximamente supervisado en la Unión Europea (UE).

Así mismo, es imprescindible aumentar la información en las distintas fases del proceso de titulización y, por ello, cabe destacar la propuesta del BCE para obtener información detallada de los préstamos subyacentes en los procesos de titulización.

Ya en el ámbito doméstico, la CNMV ha sido pionera en la puesta en marcha de una regulación específica dirigida a incrementar los requisitos de información pública periódica de los fondos de titulización. Así, en aplicación de una Circular emitida en marzo de 2009, la CNMV recibe, desde comienzos de 2010, los estados públicos y reservados de los fondos de titulización emitidos en España que incluyen una amplia información que permite realizar un seguimiento de la evolución de los activos subyacentes a lo largo de la vida de los instrumentos.

Otro aspecto importante en el ámbito de la mejora de la transparencia son las actuaciones de la CNMV en los procesos de valoración de activos y en el aumento de la información relevante al inversor sobre los productos financieros. Esta tarea ha cobrado especial protagonismo como consecuencia del aumento de las emisiones por parte de entidades financieras con objeto de reforzar su solvencia. Los instrumentos emitidos han sido principalmente obligaciones subordinadas, participaciones preferentes y bonos subordinados necesariamente convertibles en acciones, estando la mayor parte de ellos dirigidos a inversores minoristas y siendo comercializadas a través de la red de los propios emisores.

Las actividades de la CNMV en este ámbito creo que son bien conocidas. En febrero de 2009 actualizamos las pautas a seguir por los emisores en el momento de la emisión de productos complejos dirigidos a minoristas que no contasen con un tramo institucional que sirviera de guía para fijar precio. Las medidas adoptadas entonces fueron principalmente dos. Por una parte, la publicación de un tríptico con las características relevantes del producto -liquidez, condiciones de amortización y aseguramiento o no de la emisión, entre otras - y, por otra, la exigencia de como mínimo un informe de valoración independiente que contenga una opinión sobre si las condiciones de la emisión se ajustan o no a las de mercado. En caso de distanciarse significativamente, la CNMV no prohíbe la emisión, pues no tenemos capacidad para ello por ese motivo, pero exigimos la inclusión de una advertencia en la información que se suministra al inversor.

Los resultados obtenidos han sido altamente satisfactorios en la medida que la aplicación de estos criterios ha tenido una influencia positiva sobre las condiciones financieras de las emisiones de participaciones preferentes y obligaciones y bonos subordinados dirigidas al tramo minorista. De hecho, desde febrero de 2009 tan sólo en cuatro ocasiones se ha tenido que incluir una advertencia al inversor en este tipo de emisiones.

Lo anterior nos impulsa a ir un paso más allá en la protección del inversor. En efecto, en breve comunicaremos al sector la conveniencia de extender esta práctica a todo tipo de entidades, no solo financieras, siempre que la emisión no cuente con un tramo mayorista o precio de referencia, y de exigir que las emisiones dirigidas a minoristas cuenten con una entidad proveedora de liquidez a efecto de facilitar la existencia de referencias sobre precios a lo largo de la vida del producto y ofrecer contrapartida.

En este contexto, la CNMV va a considerar una buena práctica que la entidad proveedora de liquidez realice esta actividad a través de una plataforma electrónica de negociación que

ofrezca transparencia sobre los precios de los productos. Para facilitar esta tarea, estamos trabajando en la definición de los requisitos de los contratos tipo para las entidades que vayan a proporcionar liquidez a las emisiones, tal y como está previsto en nuestro Plan de Actividades para 2010.

El objetivo de todas estas medidas no es otro que el de fomentar la mejora de la transparencia en el mercado de renta fija e implantar mecanismos para maximizar la protección del inversor minorista ante la comercialización de este tipo de productos de valoración más compleja.

Asimismo, en el ámbito de la mejora de la transparencia, hemos continuado con el compromiso asumido de mejorar la información respecto de nuestras propias actuaciones y criterios. En este ámbito, la pieza esencial de nuestra política de comunicación es el Plan de Actividades que, en 2010, se ha publicado por tercera vez. Igualmente, durante 2009, la CNMV ha intensificado su política de publicación de criterios y recomendaciones al sector con objeto de clarificar dudas y facilitar el cumplimiento de la normativa.

Entre otras actuaciones, hemos contestado a consultas sobre normativa de IIC, sobre varias Circulares y sobre manuales de cumplimentación de la información financiera. También hemos difundido criterios sobre delimitación de competencias entre Banco de España y CNMV en productos financieros derivados de cobertura o sobre condiciones de comercialización de instrumentos financieros.

También cabe destacar la comunicación de la CNMV sobre condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores, con buenas prácticas relativas a la prestación de servicios de inversión en relación con la distinción entre los servicios de asesoramiento y de mera comercialización de productos, así como respecto a la información que se transmite a los clientes y la documentación para comercializar instrumentos del mercado de valores.

Por otra parte, la CNMV ha mantenido un intenso diálogo con el sector en proyectos tan relevantes como la mencionada reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores en España, las recomendaciones sobre sistemas de control interno de las sociedades cotizadas o la reforma del Código Unificado de buen gobierno para adaptarlo a las recomendaciones europeas sobre política de remuneraciones.

La CNMV ha seguido particularmente atenta a la publicación por parte de los emisores de la información legalmente exigible y necesaria para que el inversor pueda formar juicio informado. Se pueden diferenciar dos tipos de informaciones: la regular, entre la que se incluye la información financiera tanto anual como intermedia, semestral y trimestral, y aquella sin periodicidad predeterminada.

Respecto a la información regular, la CNMV recibió, durante 2009, un total de 915 informes de auditoría sobre las cuentas anuales de 2008, de los cuales el 94 % contenía una opinión favorable. Respecto a las cuentas de 2009, aún no disponemos de datos definitivos, aunque la información disponible apunta a que el porcentaje de informes con opinión favorable se mantiene estable respecto a 2008.

En este ámbito de la información financiera, la CNMV creó en abril de 2009 un grupo de expertos con el objetivo de elaborar un informe con recomendaciones de control interno sobre la fiabilidad de la información financiera que incluyera propuestas de cambios en la regulación y un catálogo de principios y buenas prácticas. El documento de conclusiones ha sido sometido a consulta pública y presentado en las cuatro bolsas españolas y su versión definitiva verá la luz en breve.

También se enmarca dentro de la información regular el Informe Anual de Gobierno Corporativo. El Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, aprobado

por la CNMV en 2006, se encuentra actualmente en revisión para incorporar modificaciones al Código derivadas de las recomendaciones de la Comisión Europea (CE) sobre estructura retributiva de los consejeros y composición y funciones del comité de remuneraciones. Hace unas semanas acabó el proceso de consulta pública por la CNMV.

Además, el Proyecto de Ley de Economía Sostenible, aprobado por el Consejo de Ministros en marzo de 2010, exige que las sociedades cotizadas incrementen la transparencia de la remuneración de sus consejeros y primeros ejecutivos, así como de sus políticas de retribuciones. Asimismo, el consejo de administración de las sociedades anónimas cotizadas deberá difundir y someter a votación de la junta general un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros y primeros ejecutivos aprobadas por el consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros.

Respecto a la información no periódica, cabe destacar la importancia de los hechos relevantes como herramienta de difusión de información al mercado. En 2009, se ha completado el desarrollo del artículo 82 de la LMV que regula esta materia mediante la promulgación de una Orden Ministerial y de una Circular de la CNMV. Con ello se han homogeneizado los criterios a emplear a la hora de considerar una información como relevante y se ha incluido, a modo de ejemplo, una relación no exhaustiva de supuestos. En particular, se ha prestado una atención especial a la comunicación de información relativa a proyecciones, previsiones o estimaciones, por la confusión que pueden inducir en el inversor.

El segundo objetivo de la CNMV es velar por el **correcto funcionamiento de los mercados**. La CNMV ha extremado durante 2009 sus esfuerzos por evitar manipulaciones de precios y uso de información privilegiada. Tras momentos como los vividos recientemente, de intensa volatilidad en los mercados financieros, puede ser comprensible que parte de la sociedad se pregunte si se está haciendo lo suficiente para dilucidar si existen hechos punibles detrás de los bruscos movimientos del mercado.

A tal efecto cabe señalar que la CNMV investiga toda actividad ante la mínima posibilidad de actuaciones ilícitas. Tal y como creo que se pone de manifiesto por los comunicados del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), los supervisores europeos estamos dedicando los máximos esfuerzos posibles para mejorar la coordinación e intensificar los esfuerzos en la lucha contra el abuso de mercado.

En particular, los supervisores de valores hemos estado trabajando para fomentar la mayor transparencia posible en el mercado para que todos los agentes dispongan simultáneamente de la misma información relevante. En este sentido, considero que van en la buena dirección propuestas como procurar que los instrumentos derivados que ahora se negocian OTC se negocien en mercados organizados y se compensen en CCP o aumentar la transparencia sobre la operativa de los fondos de inversión alternativos (*hedge funds*).

En cualquier caso, quisiera destacar que los hechos acaecidos en las últimas semanas no hacen sino constatar que los mercados, en ocasiones, reaccionan de forma abrupta ante noticias positivas o negativas, amplificando sus efectos. Poco puede hacerse, en general, ante comportamientos como estos, intrínsecos a la naturaleza de los mercados. Los sistemas electrónicos, como las bolsas españolas, disponen de mecanismos técnicos, como las subastas de volatilidad en cuanto se superan determinados rangos de oscilación en las cotizaciones particulares, destinadas a favorecer un buen proceso de formación de precios en momentos de elevada inestabilidad. Son, en cualquier caso, medidas técnicas, habituales en los mercados regulados.

En este ámbito, quisiera también referirme a las operaciones de ventas en corto o *short selling* en el mercado de renta variable.

El aparente exceso de volatilidad en los mercados de acciones, especialmente financieras, generó reacciones de diversa índole al respecto desde septiembre de 2008. La CNMV en ese momento recordó la prohibición vigente en España de realizar ventas en corto descubiertas y adoptó medidas para la divulgación de información en relación a las posiciones en corto que excedieran el 0,25% del capital social de los emisores pertenecientes al sector financiero.

Una vez superadas las fases iniciales de inestabilidad más acusadas, se ha acabado imponiendo la visión de que lo más útil son las normas que introduzcan una mayor transparencia en el mercado sin imponer excesivas restricciones operativas que son, en general, incapaces de proporcionar estabilidad a los precios y, en ocasiones, reducen la liquidez.

En el ámbito de CESR se ha llegado a un acuerdo, remitido en marzo de este año a la CE, para establecer un modelo de comunicación de posiciones cortas a nivel normativo. El nuevo modelo se basa en la comunicación al supervisor de las posiciones cortas de todos los valores admitidos a negociación en los mercados regulados o en los sistemas multilaterales de negociación del área económica europea.

En concreto, aquellas posiciones cortas que igualen o superen el 0,2% del capital social de una compañía objeto de dichas posiciones deben ser comunicadas al regulador, pero no se harán públicas al mercado. Las posiciones cortas que igualen o superen el 0,5% del capital social deberán comunicarse al regulador y al mercado, mientras que el incremento mínimo de posición que debe ser comunicado, en ambos casos, es el equivalente al 0,1% del capital social, con excepciones en el caso de los creadores de mercado. La CNMV, como es lógico, está adaptando su régimen de comunicación de posiciones cortas a este nuevo acuerdo.

Por último, unas palabras con relación a la actividad directamente destinada a **mejorar la protección y formación de los inversores**.

En este ámbito, la CNMV realiza una importante labor en la atención de consultas y reclamaciones de los inversores, de especial consideración si se tiene en cuenta que en 2009 se presentaron más del doble de reclamaciones que en 2008. Asimismo, cabe decir que se ha reducido el número de reclamaciones resueltas no favorables al reclamante en un 30%, mientras en 2008 constituían la mitad de las resueltas.

Respecto a la formación al inversor, durante el año 2009 y los primeros meses de 2010 la CNMV, conjuntamente con el Banco de España, ha dado un importante impulso al Plan de Educación Financiera puesto en marcha en 2008.

En concreto, se ha firmado un convenio de cooperación con el Ministerio de Educación que permitirá a partir del próximo curso llevar a la educación secundaria los contenidos de la cultura financiera, en un proyecto piloto en el que participarán una treintena de institutos de todo el país. Además, se ha elaborado, en colaboración con el Instituto Nacional del Consumo, un programa específico para formar a formadores en el ámbito de la educación financiera, que desarrollarán su actividad en las consejerías de las Comunidades Autónomas con competencias en Consumo o en las oficinas municipales de Consumo, dando formación a sus empleados.

Asimismo, dentro del marco del Plan de Educación Financiera, se ha iniciado la difusión de una colección de fichas divulgativas sobre conocimientos básicos de finanzas familiares que se están distribuyendo en comercios y asociaciones.

Finalmente, la actuación más reciente en el contexto de este Plan, ha sido el lanzamiento, en mayo de este año, de un portal de educación financiera (www.finanzasparatodos.es) que supone un nuevo esfuerzo para mejorar la educación financiera de los ciudadanos. El Portal

ofrece consejos prácticos y herramientas para mejorar la gestión de la economía familiar con ejemplos sencillos y destinados al conjunto de la población.

Adicionalmente, a lo largo de 2009 y en el ámbito particular de la CNMV, se han ido materializando nuevos servicios, o mejoras de los ya existentes, dirigidos a perfeccionar la información que reciben los inversores. Entre ellos, cabe destacar el inicio de la publicación de un boletín electrónico de periodicidad trimestral, con información sobre asuntos relacionados con los mercados de valores. También se han introducido mejoras en el Portal del Inversor de la CNMV, tanto de acceso como de contenido.

Quisiera añadir algunas reflexiones con relación a la actividad sancionadora, actividad internacional y prioridades de trabajo de la CNMV para el próximo ejercicio.

En el ámbito de las **actuaciones disciplinarias**, se han concluido 9 expedientes sancionadores frente a los 7 de 2008 y abierto 21 nuevos expedientes (8 más que en 2008), en los que se analizan un total de 32 presuntas infracciones.

La mayor parte de los expedientes presentados (12) se refieren a conductas relacionadas con el retraso en la remisión a la CNMV y al mercado de información financiera por los emisores o a la falta de remisión de tal información por las entidades de capital riesgo o sus sociedades gestoras. El segundo supuesto de presuntas infracciones han sido las relativas a abuso de mercado.

Para poder desarrollar la facultad sancionadora que la CNMV tiene encomendada es esencial que la CNMV disponga de instrumentos eficaces de inspección y sanción. En este sentido hay que valorar positivamente la propuesta de modificación del Título VIII de la LMV que se ha incluido en el proyecto de Ley de Economía Sostenible a propuesta de la CNMV. Con esto se pretende reforzar las facultades de supervisión y la potestad sancionadora de la CNMV, se incrementan los incentivos para el resarcimiento del daño a los inversores y clientes y se mejora la tipología de los tipos sancionadores.

Además, hay que destacar que, al margen de la actividad puramente sancionadora, durante el 2009 la CNMV ha prestado una importante colaboración a jueces y tribunales, atendiendo un total de 142 solicitudes tramitadas. El mayor número de peticiones (54), se recibieron de la jurisdicción civil y versaron, fundamentalmente, sobre notificaciones de embargos e identificación de los valores y la titularidad de personas o entidades. Además, la CNMV cooperó con la jurisdicción penal, fundamentalmente en procesos relativos a posibles delitos de estafa o apropiación indebida y de uso de información privilegiada.

La actividad internacional de la CNMV se ha intensificado considerablemente en 2009. Desde el inicio de la crisis se ha visto con claridad que es imposible hacer frente a una crisis financiera mundial con medidas descoordinadas de las autoridades nacionales.

Durante 2009, la CNMV ha tenido que dedicar una parte importante de sus recursos a la participación activa en los distintos organismos internacionales, fundamentalmente CESR a nivel europeo e IOSCO a nivel mundial. Estos organismos han trabajado con una intensidad notable para hacer frente a la delicada situación de los mercados financieros y proponer reformas regulatorias que corrijan los fallos detectados.

Especialmente relevantes durante 2009 y los primeros meses de 2010 han sido los trabajos que se están realizando a nivel europeo para implantar una nueva estructura de supervisión financiera en la UE. Así, está prevista la creación de un organismo de vigilancia macroprudencial, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, y de las Autoridades Supervisoras Europeas para bancos, seguros y mercados de valores que sustituirán a los tres Comités sectoriales -CEBS, CEIOPS y CESR- que existen actualmente. Esta nueva estructura, que previsiblemente entrará en funcionamiento en enero de 2011, va a

suponer un importante avance en la homogeneización de la regulación y de las prácticas supervisoras en la Unión Europea. Las nuevas autoridades europeas tendrán capacidad para dictar normas técnicas vinculantes lo que, sin duda, contribuirá a la profundización del mercado único de servicios financieros.

Además, durante 2009, la UE ha avanzado considerablemente en algunas áreas de gran relevancia: se aprobó el Reglamento europeo que establece el registro y supervisión de las agencias de *rating*, lo que implica que estas agencias empezarán a registrarse en Europa a principios de junio y serán, por tanto, entidades supervisadas a partir de ese momento; se ha avanzado considerablemente en las negociaciones de la Directiva de gestión alternativa; como ya he señalado, se ha acordado en CESR el desglose de información sobre las posiciones cortas en valores cotizados y se está analizando la posibilidad de introducir normativa sobre este tipo de operativa; y se ha logrado un consenso entre las autoridades europeas sobre la necesidad de mejorar la transparencia de los mercados de renta fija y derivados.

Para terminar, haré una evaluación del grado de cumplimiento de los **objetivos hechos públicos por la CNMV para 2009**. Se trata de un ejercicio voluntario de transparencia y rendición de cuentas, más allá de lo exigido por la ley, que la CNMV considera conveniente por diversas razones. La primera, porque supone aplicar a la institución la misma exigencia de transparencia que exigimos a nuestros supervisados, lo que permite que el mercado y la industria conozcan con anticipación nuestros objetivos como reguladores y supervisores. La segunda razón es que los miembros del Comité Ejecutivo de la CNMV estamos nombrados por un período de cuatro años en el que no se nos puede separar del cargo más que bajo condiciones muy tasadas, por lo que parece conveniente extremar la rendición de cuentas pública de nuestras actividades. No obstante, somos conscientes de que esta iniciativa entraña un riesgo: que el grado de cumplimiento de los objetivos sea insatisfactorio. Quizá por eso, en el ámbito de la UE, solo la FSA británica hace un ejercicio de transparencia y rendición de cuentas adicional y voluntario como el nuestro.

El Plan de 2009 formuló 67 objetivos para el conjunto del año, de los que se han completado el 85%. Si a los objetivos cumplidos se añaden aquellos cuyo cumplimiento no dependía únicamente de la CNMV, podemos concluir que solamente 3 objetivos, es decir, el 4% del total no han podido realizarse en los términos previstos por causas imputables a la CNMV.

Por lo que respecta a los desarrollos normativos previstos se han culminado todos los objetivos propuestos excepto dos: uno por falta de habilitación y otro por depender de las sociedades rectoras de los mercados. En relación a los objetivos de supervisión y mejora de la transparencia, el grado de cumplimiento ha sido muy elevado (del 93%) y sólo se han desechado dos, uno por el escaso interés despertado por la industria y otro por haber tenido que esperar a que se aprueben la Ley y el Reglamento de auditoría. Por lo que respecta a las iniciativas relacionadas con la protección de los inversores se ha producido un retraso en algunos aspectos relativos al Plan de Educación Financiera, conjunto con el Banco de España, derivado del retraso en la experiencia piloto de introducción de un módulo en la educación secundaria por los cambios habidos en el MEC que pospusieron la firma del convenio entre el Ministerio, la CNMV y el Banco de España. Por último, en relación a las mejoras de funcionamiento de la CNMV, se ha logrado culminar el 85% de los objetivos previstos.

En suma, un resultado muy satisfactorio, máxime si se tiene en cuenta que durante el ejercicio comentado la actividad internacional y de asesoramiento de la CNMV, como he explicado anteriormente, ha aumentado de forma considerable.

Estos resultados se han producido, además, en un contexto especialmente desfavorable respecto a las dotaciones de personal técnico con contrato indefinido de la CNMV. Ello es

consecuencia, sobre todo, de la ilógica dependencia de la CMNV de la Oferta Pública de Empleo, a pesar de que se trata de un organismo cuyo presupuesto no consolida con el de las Administraciones Públicas y que se financia por tasas que abona el sector precisamente para asegurar los medios del supervisor para realizar adecuadamente su trabajo.

En estas condiciones tan difíciles, solo me queda agradecer al personal de la CNMV su dedicación y esfuerzo, que son los que han permitido cubrir muy satisfactoriamente los objetivos plasmados en el Plan de Actividades de 2009. Estoy seguro de que seguiré contando con su colaboración y lealtad institucional, pese a las dificultades de todo tipo con las que deben hacer frente en el ejercicio de sus responsabilidades.



