



## Intervención del Presidente de la CNMV en el IX Encuentro Financiero Internacional Caja Madrid y El País

JULIO SEGURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

8 de julio, 2009

### La supervisión financiera y la nueva realidad de los mercados de valores: la importancia de la transparencia

Buenos días. Quiero agradecer a Miguel Blesa sus amables palabras de presentación y a los organizadores, tanto a Caja Madrid como a El País, su invitación a participar en estas Jornadas que han cubierto múltiples ámbitos de la situación económica actual. Permítanme, en los próximos minutos, una reflexión sobre los retos de la supervisión financiera ante la nueva realidad de los mercados de valores y la importancia de la transparencia.

La crisis ha puesto de manifiesto, entre otras, dos insuficiencias del sistema financiero internacional. La primera, el descontrol del intenso proceso de innovación financiera experimentado en las dos últimas décadas, que ha dificultado la estimación del riesgo de los activos y su distribución final, ha favorecido una expansión no sostenible del apalancamiento y ha dado lugar a la coexistencia de zonas reguladas y no reguladas en el sistema financiero con el consiguiente arbitraje regulatorio y la dificultad de las autoridades para supervisar el sector financiero y monitorizar la crisis. La segunda insuficiencia ha sido la extrema debilidad de la coordinación internacional, tanto en lo que se refiere al marco regulador como a la convergencia de prácticas supervisoras.

Esta situación ha dado lugar a una pluralidad de iniciativas regulatorias internacionales destinadas a solventar estas deficiencias y buscar una solución coordinada de la crisis, abarcando las medidas propuestas. Algunas de estas iniciativas están ya acordadas, tanto en el ámbito de la estructura institucional de la supervisión, como en el de la regulación.

En una crisis como la actual, con claros componentes sistémicos, es natural que se traten de impulsar importantes cambios regulatorios e institucionales y que los aspectos prudenciales constituyan la principal preocupación de las autoridades. En último extremo, el objetivo prioritario a corto plazo es desactivar la crisis lo que, entre otras cosas, exige reconstruir y fortalecer las condiciones generales de liquidez y la solvencia de las entidades de crédito.

Pero, precisamente por la gravedad de la crisis, es necesario vencer la tentación del ultra activismo, lo que implica, como prerequisites básicos, al menos los tres siguientes:

1. Tener claro el objetivo último de las reformas, que no puede ser otro que mitigar los fallos –de mercado, regulatorios y supervisoras– que han propiciado la situación actual, lo que exige como elemento previo un diagnóstico correcto de las causas de la crisis.

2. Priorizar las medidas para asegurar la coherencia interna entre las mismas y minimizar los efectos colaterales indeseados: la generación de incentivos perversos y el coste para los contribuyentes.
3. Tener en cuenta la nueva realidad de los mercados, ya que si bien es cierto que los problemas de solvencia y los requisitos de capital son elementos claves en la determinación de las crisis financieras, no lo es menos que, de un tiempo a esta parte, cada vez en mayor medida, los problemas de solvencia suelen tener su origen en los mercados de valores y en los comportamientos de los agentes.

### **¿Qué fallos se encuentran en el origen de la crisis?**

No es fácil sintetizar los fallos que se han manifestado en la actual crisis y menos aún determinar su importancia relativa. Pero desde el punto de vista del tema que hoy me ocupa, lo que me parece más relevante destacar es que un mercado no es más que un mecanismo de intercambio de información y un sistema de asignación de recursos que debe ser compatible desde el punto de vista de los incentivos, de forma tal que un mal funcionamiento de los mercados implica siempre problemas de información y/o de incentivos. ¿Cuáles?

El último y dilatado ciclo de crecimiento económico se produjo en un entorno de relajación de la política monetaria, abundante liquidez, globalización financiera -en el sentido de que los principales agentes de los mercados son grandes conglomerados que ofrecen todo tipo de servicios financieros y operan transfronterizamente- y un intenso proceso de innovación financiera. Lo anterior generó tanto una infravaloración de los riesgos -principalmente el de liquidez además del de crédito- como un proceso de arbitraje regulatorio y supervisor. Sintéticamente cabe resumir diciendo que dos de las hipótesis fundamentales sobre las que descansaba tanto el desarrollo de los mercados financieros como la arquitectura reguladora y supervisora, han mostrado ser erróneas.

La primera, que toda innovación financiera mejora la eficiencia en la asignación de recursos financieros, cuyo corolario natural es que no debería restringirse la innovación y que su regulación, si es que alguna, debería ser mínima.

La realidad ha demostrado que una parte significativa de la innovación financiera se ha destinado a evadir requerimientos de capital regulatorio, aumentando los niveles de apalancamiento y riesgo hasta límites no sostenibles a medio plazo. El caso de los *conduits*, vehículos que no consolidan con sus bancos y permiten a estos eludir el consumo de recursos propios al conceder nuevos créditos, es un claro ejemplo de lo señalado. Pero, como ustedes saben bien, hay muchos más.

La segunda hipótesis fallida es que los instrumentos financieros, incluidos los productos estructurados, pueden ser siempre enajenados sin excesivos costes, cuyo corolario lógico es que el riesgo de liquidez de dichos activos resulta despreciable y que la cadena de compradores-vendedores de cualquier producto financiero no se rompe nunca porque siempre existirá un precio de equilibrio.

De nuevo la realidad ha demostrado que la complejidad de los instrumentos y las imperfecciones de los sistemas de contratación han propiciado que muchos instrumentos terminen siendo demandados sólo por inversores institucionales para mantenerlos en su cartera hasta vencimiento. El riesgo de liquidez ha terminado manifestándose, al menos, tan importante como el de crédito.

En términos generales existe un amplio acuerdo en que en el origen y desarrollo de la crisis ha habido fallos de todo tipo: de mercado, de diseño de las políticas macroeconómicas y de regulación y supervisión. Y también en que los fallos regulatorios lo han sido por defecto, dado que el problema principal detectado ha sido la convivencia de áreas reguladas y no reguladas, es decir, la existencia de “agujeros negros”.

### **Algunas reformas regulatorias deseables**

¿Qué sería deseable que se regulara? Sobre algunos temas parece haber un acuerdo amplio, bien en la necesidad de regulación de instituciones, productos o transacciones no reguladas hasta ahora, bien en mejorar la regulación. La lista es larga, pero sólo apuntaré algunos temas.

El primero es el de la simplificación del abanico de productos, tendiendo hacia productos más estandarizados, que sean más fácilmente comparables entre sí para los inversores y que, en consecuencia, resulten sustitutivos próximos para ellos. Este principio es algo que se reconoce en la clasificación de fondos de inversión, donde existe un número reducido de tipos de fondos según cual sea su vocación inversora. En estos momentos, muchos de los activos financieros aparentemente simples requieren considerar más de una docena de características distintas para poder ser valorados adecuadamente y un pequeño cambio en alguna de ellas puede alterar sustancialmente su valoración. Lo que se multiplica en caso de productos estructurados con una pluralidad de subyacentes. Esta heterogeneidad es, en sí misma, un problema que se agudiza radicalmente si no existen mercados activos que fijen precios.

El segundo es la mejora de la transparencia de los mercados y la reducción del riesgo de contrapartida. Una parte importante de los instrumentos de renta fija privada y derivados internacionales se negocian en mercados organizados con altos grados de opacidad donde no existen requisitos de información pública sobre los términos de las transacciones. El objetivo debería ser extender a todos los mercados organizados las exigencias que la legislación establece para los mercados de acciones.

Asimismo, la importancia adquirida por algunos productos que se negocian OTC exige plantearse reformas más profundas. El ejemplo más llamativo es el de los derivados de crédito -*credit default swaps* o CDS- cuya expansión desordenada ha generado efectos adversos sobre la estabilidad financiera. Resulta preciso, como mínimo, y en línea con la comunicación emitida la semana pasada por la CE, promover la creación de un registro central de datos de las operaciones sobre estos instrumentos, así como incentivar la compensación de las posiciones derivadas de estos instrumentos en cámaras de contrapartida central (CCP). El registro central aumentaría la transparencia y la eficiencia del mercado y la CCP reduciría el riesgo que para el tomador de protección supone la insolvencia del que la ofrece. Adicionalmente, la negociación de estos instrumentos debería, en los casos que sea factible, realizarse a través de un mercado organizado.

El tercer caso es el de los límites a la innovación financiera. Sólo en el mundo financiero se ha llegado a asimilar de forma tan directa el concepto de innovación como una mejora de la eficiencia, lo que parece hacer innecesaria la evaluación de la innovación. Sin embargo, esto no es así en otras actividades en que la innovación no es menos importante –pensemos en la industria farmacéutica, las telecomunicaciones, la industria alimentaria o la energía.

Una parte substantiva de la innovación financiera ha permitido mejorar la financiación de las empresas y ha ampliado el abanico de activos a disposición de los inversores, al diseñar productos más ajustados a las necesidades de ambos. Pero una parte no despreciable ha ido

encaminada a evadir el consumo de recursos propios y se encuentra en la raíz de los problemas de solvencia y sistémicos de la crisis actual.

Un cuarto tema relevante es el de el escaso éxito de la regulación en resolver conflictos de interés, frecuentes y agudos en el mundo financiero, aunque sólo hablaré de tres de ellos: el existente entre servicios de inversión y servicios bancarios tradicionales, el que se produce en las entidades de crédito que colocan sus emisiones entre la clientela y el de las agencias de calificación crediticia.

Los depósitos de los clientes representan casi la mitad del pasivo de las entidades de crédito. Si estos bancos pueden operar en los mercados financieros por cuenta propia sin restricción alguna quiere decir que comprometen recursos ajenos garantizados por el Estado y no sus recursos propios. Es razonable pensar en establecer límites legales a esta práctica y desandar en parte el camino andado en EE.UU. cuando se derogó la ley Glass-Steagal.

Respecto a las emisiones suscritas por la clientela –tema sobre el que me extenderé más adelante para el caso español- el conflicto entre el interés de la colocación de la emisión y la adecuación de dicho producto al perfil inversor de los clientes es bien conocido. Aquí la correcta diferenciación entre la comercialización y el asesoramiento financiero es crucial y lo que se trata de preservar es el principio de protección del interés del cliente.

Por último, las agencias de *rating* se encuentran en el ojo del huracán por la importancia que sus calificaciones tienen no solo sobre los precios de los activos, sino sobre la capacidad de las empresas financieras para poder emitir determinados activos. El conflicto de interés entre la calificación y el asesoramiento y diseño de la colocación de emisiones es claro y la iniciativa europea de un registro de agencias y la consiguiente comprobación de sus métodos de trabajo es un inicio de regulación modesto pero positivo.

La última reforma que voy a telegrafiar es la de las normas contables. Como es bien sabido, uno de los principios básicos de las normas internacionales de contabilidad (NIC/NIIF) es la utilización del valor razonable (*fair value*) que es el precio de mercado y, cuando éste no existe, se determina mediante modelos de valoración. Este principio se aplica hoy a una parte relevante de la cartera de valores de las entidades. Este principio ha sido criticado por exacerbar la prociclicidad de las cuentas de resultados de las entidades e, incluso, por contribuir a la profundidad de la crisis.

Sin embargo, con frecuencia se ignora que la contabilidad es un instrumento de transparencia y no prudencial o de estabilidad sistémica. En este sentido puede argumentarse que la prociclicidad del *fair value* no refleja mucho más que la propia realidad económica de la empresa, por lo que no es capaz de generar por si mismo espirales desestabilizadoras. Además, cuando hablamos de instrumentos negociables que la empresa no desea mantener hasta vencimiento, la aplicación del valor razonable no solo refleja mejor que el coste histórico o amortizado la imagen fiel de la empresa sino que, además, su aplicación permite detectar anticipadamente situaciones críticas.

Esto no implica que las normas actuales no sean susceptibles de mejoras en su aplicación –sin abandonar el principio de valor razonable. En particular, deben definirse los criterios por los que determinados instrumentos han de ser contabilizados a valor razonable y otro no y, además, las normas deben mejorar el régimen de reconocimiento del deterioro de los préstamos –a los que no se aplica el valor razonable. En este sentido, el concepto de provisión dinámica puede resultar una referencia útil. En todo caso resulta pertinente que estas mejoras sean producto de un acuerdo internacional que conlleve la convergencia hacia un único conjunto de normas contables de alcance global porque, de lo contrario, se perderá la comparabilidad de la información financiera entre distintas jurisdicciones con el consiguiente perjuicio para el correcto funcionamiento de los mercados.

Resumiendo, la homogenización de productos y la evaluación de la innovación financiera reducirán el negocio de diseño y colocación de productos; la negociación en mercados organizados más transparentes aumentará las garantías y hará más costosas las operaciones OTC; la evitación de conflictos de interés o su público conocimiento eliminarán líneas de negocio de algunas empresas; el cumplimiento de normas de contabilidad impedirá la exuberancia contable ya detectada en la crisis de las *.com* e impedirá que luzcan resultados artificiales. Esto explica las fuertes resistencias a las reformas por parte de la industria y, sobre todo, de los *lobbies* sectoriales y también el lento ritmo de los cambios regulatorios, pero éstos no son más que el resultado de un exceso de capacidad del sistema financiero mundial acumulado a lo largo de años de crecimiento insostenible que exige una “reconversión industrial”.

Habrán podido observar que todos los fallos y las iniciativas regulatorias apuntadas tienen un punto en común, la insuficiencia de información o la dificultad para comprenderla y asimilarla y, por tanto, señalan en la misma dirección, la de una transparencia muy mejorable.

### **La importancia de la supervisión de mercados y conductas**

¿Por qué la supervisión de los mercados de valores y de las conductas de los agentes tiene una importancia creciente en una situación como la actual?

En primer lugar, una crisis de confianza implica un déficit de transparencia y mejorar esta es uno de los tres objetivos encomendados a la CNMV por la LMV. De hecho no es sólo un objetivo, sino también el instrumento fundamental para lograr los otros dos fines: la eficiencia de los mercados y la protección de los inversores. Los mercados para ser eficientes requieren que la información sea completa y simétrica y unos inversores sólo podrán tomar decisiones adaptadas a sus características personales –renta, aversión al riesgo, edad, etc.- si disponen de la información necesaria para valorar adecuadamente los activos financieros. En otras palabras, los tres objetivos que la LMV encarga a la CNMV podrían colapsar a dos -mercados eficientes e inversores protegidos- con un instrumento básico: la mejora de la transparencia.

El segundo motivo por el que la transparencia es crucial es porque los periodos de tensión financiera son un caldo de cultivo para las infracciones de las normas de conducta y de información financiera, lo que hace que haya que extremar la vigilancia de aspectos tales como, entre otros, la correcta valoración de los activos, la gestión de la liquidez o las prácticas de comercialización de ciertos productos financieros

En tercer lugar, el riesgo sistémico aflora cuando se materializan situaciones de insolvencia de las entidades de crédito, que son la manifestación de la enfermedad, pero la incubación, el origen de los problemas, se encuentra en los mercados y los comportamientos de los agentes. Baste pensar en el papel jugado por las agencias de calificación, el mal funcionamiento de los departamentos de control interno y de gestión de riesgos de muchas entidades o en la creación de burbujas de valoración de ciertos activos.

Incluso la crisis ha hecho que la implicación de los supervisores de mercados y conductas en los temas de estabilidad financiera sea mucho mayor que en crisis anteriores. Los supervisores de mercados carecemos de instrumentos para hacer frente a las crisis sistémicas –con los que sólo cuentan los Gobiernos y los Bancos Centrales-, pero sí podemos jugar un papel relevante a la hora de detectar tendencias, identificar problemas larvados y, en general, poner en marcha sistemas de alerta temprana, en la medida que vigilamos el funcionamiento

de los mercados, autorizamos las emisiones de activos financieros y analizamos y validamos la información financiera periódica de las sociedades cotizadas y de los emisores. Esto apunta a la importancia que tiene, más aún si cabe en condiciones de normalidad y no sólo de crisis, la cooperación e intercambio de información continuos entre los gobiernos, los bancos centrales y los supervisores de mercados. Un papel que, en el caso español, desarrolla el Comité de Estabilidad Financiera (CESFI) –creado en 2006- con creciente eficacia y que permite también coordinar las posiciones españolas en los foros financieros internacionales.

### **¿Qué hemos hecho desde la CNMV?**

Y mientras llegan las reformas ¿qué hace la CNMV? Volvamos a la transparencia. ¿En qué áreas es importante? Señalaré tres que me parecen las más significativas.

La primera es la valoración de activos, con especial atención a las carteras de los Fondos de Inversión.

En el caso de los activos financieros, mantener la confianza en los procesos de valoración de dichos activos es clave en momentos de volatilidad e incertidumbre en los mercados. Durante la crisis, la repentina falta de liquidez en ciertos segmentos del mercado evidenció las dificultades de valoración de valores de renta fija privada, básicamente titulizaciones hipotecarias pero también obligaciones subordinadas o participaciones preferentes, al desaparecer las posibles referencias y alterarse las condiciones de oferta y demanda de los mercados.

La presencia de este tipo de activos en las carteras de los fondos de inversión ha motivado que la CNMV dedique tiempo y recursos al seguimiento de los modelos de valoración de activos utilizados por las gestoras.

En este sentido, desde principios de 2008 la CNMV se ha dirigido en varias ocasiones a las gestoras de fondos para recordar la normativa aplicable y las técnicas de valoración de activos disponibles en los casos que no existan mercados activos, ello con el objetivo último de dotar a las gestoras de procedimientos y criterios que acrediten que los modelos de valoración utilizados son consistentes con la situación de los mercados.

Asimismo, hemos hecho particular hincapié en las políticas de gestión de la liquidez de las carteras de los fondos, destinadas a garantizar la capacidad de estos para hacer frente a los reembolsos solicitados por los inversores en un tiempo y valor razonables. En particular, se ha prestado atención a las operaciones vinculadas, recordando que éstas deben hacerse siempre en interés exclusivo de los partícipes de los fondos de inversión.

Uno de los activos que más han sufrido los problemas de liquidez han sido los fondos de inversión inmobiliarios, dada la naturaleza del subyacente y la situación del sector, donde en relativamente poco tiempo se evidenció un notable descenso del volumen de operaciones e inicio de ajuste a la baja en los precios de los activos.

Ello ha generado reconocimientos de pérdida de valor en algunos fondos de inversión inmobiliaria lo que, junto con el cambio en las preferencias de los suscriptores, ha provocado un fenómeno masivo de solicitudes de reembolso y la posterior suspensión de reembolsos en dos de los casos.

Como saben ustedes, la valoración de activos en un mercado como el inmobiliario es siempre compleja, al no tratarse de un mercado líquido y dada la heterogeneidad del producto. Los profesionales dedicados a la actividad de tasación y valoración de activos inmobiliarios juegan un papel fundamental en este proceso y, por ello, la CNMV emitió en julio de 2008

una serie de recomendaciones dirigidas a ellos en forma de pautas de actuación que pudiesen ayudar a conseguir mejores valoraciones.

En este contexto, hemos actuado para que el proceso de enajenación de activos para atender los reembolsos pudiera llevarse a cabo en las mejores condiciones posibles para todos los partícipes del fondo, garantizando un trato equitativo entre los mismos. Y se han autorizado las suspensiones de reembolsos por un periodo de tiempo tasado, tal y como establece la normativa para evitar las ventas forzadas de activos que pudieran perjudicar al partícipe del fondo.

La segunda área en que la transparencia es relevante es la información sobre las emisiones. Aquí la CNMV ha realizado una labor cuya importancia es difícil de exagerar.

La primera novedad se introdujo –hace más de un año- con ocasión de una importante emisión de títulos obligatoriamente convertibles en acciones a colocar en la red del emisor, en la que la CNMV decidió que además del folleto de la emisión, se entregase al inversor –que debía firmarlo- un tríptico en que sólo se recogieran las características básicas de la emisión: rentabilidad, grado de subordinación, aseguramiento, liquidez, etc. Además, que al tratarse de un producto de difícil comprensión para el inversor no profesional, se incluyeran en tipo de letra destacada dos ejemplos numéricos de posibles rentabilidades uno de los cuáles debería responder a circunstancias especialmente adversas.

El paso cualitativamente más importante ha sido el relativo a las participaciones preferentes. La necesidad de mejorar los niveles de capital regulatorio de las entidades en la crisis, dadas las dificultades de recurrir a ampliaciones de capital, ha conducido a un recurso frecuente a este tipo de emisiones colocadas por la red del emisor entre sus clientes. Se trata de títulos ultrasubordinados, de naturaleza perpetua, con cláusula de amortización anticipada a voluntad del emisor, cuya retribución depende de que el emisor obtenga beneficios y que no se negocian en mercados líquidos, de forma que su venta puede implicar pérdidas de capital. En estas condiciones, ¿qué es lo que ha hecho la CNMV? Fundamentalmente, garantizar que el inversor pueda disponer de toda la información relevante sobre el producto ofrecido con el fin de que esté en condiciones de tomar la decisión más adecuada para sus intereses. Ni más ni menos.

Si la emisión tiene un tramo institucional en el sentido estricto del término, se fija precio por un procedimiento de subasta por lo que se obtiene un precio de mercado. No hay problema alguno de transparencia.

En caso de no haber tramo institucional, la CNMV solicita al emisor la aportación de un informe de valoración realizado por un experto independiente. Si el emisor no lo aporta, la emisión no se autoriza, porque se hurta un elemento fundamental de transparencia al inversor.

Si el emisor aporta un informe de valoración de un experto independiente, éste es analizado en la CNMV para comprobar que la metodología utilizada es correcta y que se ha hecho uso de toda la información relevante para valorar la emisión. De no ser así o bien el experto completa su estimación o se requiere otro informe que cumpla los requisitos generalmente admitidos de valoración.

Si el informe considerado admisible señala que las condiciones de emisión se encuentran en el rango de precios de mercado, la emisión se autoriza sin más. Si señala que ofrece una rentabilidad inferior a la de mercado el folleto incluye una advertencia de la CNMV en que se señalan las pérdidas en que puede incurrir el inversor, según los informes de valoración.

Esto se acompaña de una revisión de los procedimientos de comercialización de las entidades financieras entre su clientela.

Conviene destacar que la CNMV no fija precios ni impone valoraciones, estas las realizan los expertos independientes. Lo que hace es poner a disposición del inversor toda la información relevante para que pueda tomar una decisión responsable, es decir, garantiza la transparencia de la operación, según le exige el artículo 13 de la LMV.

El caso de las preferentes es un ejemplo perfecto de las ventajas de tener un supervisor de solvencia y otro de mercados y conductas. El Banco de España incentiva que las entidades de crédito mejoren su nivel de solvencia ampliando sus recursos propios y uno de los instrumentos para lograr este objetivo son las participaciones preferentes, que computan, bajo determinadas condiciones, como recursos propios básicos (o tier 1). La CNMV no dificulta la emisión de participaciones preferentes sino que garantiza la máxima transparencia de la emisión. Cada uno hace su trabajo. Es difícil no estar de acuerdo en que un supervisor único o desaconsejaría estas emisiones o no se preocuparía por la transparencia de las mismas. Por ello constituye un buen ejemplo de las bondades de los modelos de supervisión que asignan a dos organismos distintos la vigilancia de la solvencia de los agentes por un lado y de su conducta por otro.

Finalmente, un asunto en el que la transparencia se está revelando también como la herramienta más eficaz es en el control de las operaciones en corto o *short selling*.

Desde el inicio de la crisis, los principales países tomaron diversas medidas que fueron desde la prohibición completa de las posiciones cortas – limitado en ocasiones la restricción a las ventas en descubierto – hasta el establecimiento de la obligación de comunicar el mantenimiento de estas posiciones, ya sea al supervisor o al público en general.

Con el paso del tiempo se ha evidenciado que las medidas no han mostrado su eficacia respecto del fin que perseguían, esto es, evitar espirales desestabilizadoras en los mercados o posible manipulación. De hecho, de un tiempo a esta parte, los supervisores nacionales han ido modulando las restricciones establecidas, manteniéndose en términos generales las medidas que se centran en la transparencia de este tipo de operaciones.

La operativa de *short selling* es un claro exponente de la necesidad de contar con estándares europeos homogéneos y de los problemas de la proliferación de normativas locales, tal y como han evidenciado los participantes del mercado. Por ello, la organización mundial de supervisores de mercados de valores (IOSCO) ha emitido recientemente un documento de principios en el que, básicamente, se establece un régimen de transparencia de las posiciones cortas.

Asimismo, en el ámbito europeo, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), donde participa la CNMV, alcanzó ayer un acuerdo con relación a los requisitos de transparencia sobre posiciones cortas que se ha puesto hoy a consulta pública. Creo que existen pocas dudas sobre los beneficios de la operativa en corto, en la medida que contribuye a la eficiencia en el proceso de formación de precios, aumenta la liquidez, facilita las posiciones de cobertura y permite mitigar la posible generación de burbujas en los precios de los activos. Al mismo tiempo, resulta también innegable que esta operativa puede, en ocasiones, favorecer conductas incompatibles con la adecuada formación de precios. Ello explica el consenso alcanzado por los reguladores de valores europeos para aumentar, como mínimo, la transparencia y la información disponible para el supervisor sobre posiciones cortas.

En concreto, el modelo que CESR propone establecería en Europa un régimen común de comunicación de posiciones cortas netas, alcanzadas con cualquier tipo de operativa,

incluidas las transacciones con derivados. Este régimen implica la comunicación al supervisor de las posiciones cortas netas sobre cualquier acción admitida a negociación que superen un determinado umbral –el 0,1% del capital social del valor correspondiente–. Al mismo tiempo, se exigirá que las posiciones cortas que superen un umbral superior –el 0,5% del capital– sean comunicadas al mercado. A diferencia de las obligaciones de transparencia actualmente vigentes en España y en otros países, este régimen se aplicaría tanto a valores financieros como a no financieros.

La CNMV, que ha contribuido activamente a la elaboración de esta propuesta, considera que este tipo de régimen armonizado puede contribuir al funcionamiento ordenado de los mercados europeos. En todo caso, resulta necesario conocer adecuadamente la sensibilidad de todos los sectores afectados en el proceso de consulta que se acaba de iniciar.

Y termino.

En una situación de crisis financiera con graves riesgos sistémicos, el problema más inmediato es la solvencia de las entidades de crédito. Pero el origen de la crisis se encuentra en el mal funcionamiento de los mercados -debido en parte a una insuficiente regulación y defectuosa supervisión- además de en la omisión de normas de conducta adecuadas, en la gestión de riesgos imprudente y en la insuficiencia de la organización interna de las empresas, que dan lugar a un problema generalizado de falta de confianza en el funcionamiento del sistema financiero.

El fallo principal de los mercados financieros es la información asimétrica, un problema que sólo tiene solución aumentando la transparencia de mercados y agentes. La protección del inversor pasa por un adecuado conocimiento de los productos, que sólo puede lograrse mejorando la información sobre los mismos. La restauración de la confianza exige una mayor transparencia.

Todo, en suma, apunta a la importancia de que los mercados transmitan la información adecuada y los inversores reciban una información suficiente sobre emisores y emisiones, es decir, a la importancia de la transparencia. De ahí la necesidad de la regulación sobre transparencia de agentes y mercados e información pública y, por tanto, de la supervisión de mercados y conductas, no solo en épocas de crisis, sino en los periodos en que éstas se gestan.

Nada más y muchas gracias por su atención.