

4.A.19 : EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (II): MERCADOS E INSTRUMENTOS.

<http://publicaciones.bolsasymercados.es/otras/EstructuraMdo/files/assets/common/downloads/publication.pdf>

INTRODUCCION

- **Enganche:**

- Imaginemos a un individuo que actualmente trabaja y recibe una renta por ello, pero que no desea gastarla completamente para poder continuar consumiendo sus bienes preferidos en el futuro y le gustaría obtener una rentabilidad por su ahorro.
- Imaginemos una empresa que acaba de idear un nuevo producto, pero que necesita de liquidez para poder comprar la maquinaria necesaria para poder hacer su proyecto realidad.
 - Si este individuo pudiera prestar a la empresa a cambio de obtener la rentabilidad deseada en el futuro, ambos agentes saldrían beneficiados de la operación.
 - El individuo obtendría una rentabilidad positiva de sus ahorros en el futuro.
 - La empresa conseguiría la liquidez necesaria para poder llevar a cabo su proyecto hoy y obtener beneficios por ello¹.
- En sentido general, el *sistema financiero* está formado por el conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit. Del estudio de estas cuestiones se encarga la *economía financiera*.
- En los *mercados financieros* se encuentran distintos tipos de agentes:
 - Por un lado, existen agentes que poseen ahorros y que desean invertir, por lo que toman **decisiones de inversión** en activos financieros².
 - Por otro lado, existen un conjunto de agentes que demandan liquidez y buscan financiación, por lo que toman **decisiones de financiación** mediante activos financieros.
- Comúnmente, distinguimos 3 tipos de activos financieros:
 - *Activos financieros de renta variable* [3.B.25]: Conllevan derechos de propiedad y su remuneración depende de la evolución económico-financiera del emisor.
 - *Activos financieros de renta fija* [3.B.26]: No conllevan derechos de propiedad y su remuneración no depende de la evolución económico-financiera del emisor, sino que viene especificada por una fórmula.
 - *Instrumentos derivados* [3.B.27]: Son instrumentos financieros cuyo valor está en función (se deriva) de la rentabilidad o valor de otro activo llamado *subyacente*.

¹ Sin embargo, esta visión es un análisis muy simplificado del sistema financiero:

- En primer lugar, los hogares también pueden financiarse y las empresas financiar.
- En segundo lugar, existen muchos más inversores y emisores que los hogares y sociedades no financieras, en muchos casos más relevantes en términos de operaciones como las instituciones financieras.
- Finalmente, en los mercados financieros no solo existirán mercados de renta fija y renta variable. También hay que tener en cuenta los mercados de derivados y los mercados de divisas.

² Una *inversión* es el compromiso real de dinero o de otros recursos con la *esperanza* de recibir beneficios *futuros*.

- Por lo tanto, generalmente, hay dos conceptos relacionados con la inversión: *tiempo* y *riesgo*.

• Distinguimos dos tipos de inversiones según el tipo de activo:

- *Activos reales*: Son los que determinan en última instancia la riqueza material de una sociedad mediante su influencia en la capacidad productiva de la economía.
- *Activos financieros*: No son más que trozos de papel o anotaciones informáticas que no contribuyen de manera directa a la capacidad productiva de la economía. En realidad, estos activos financieros son derechos sobre los activos reales o los ingresos generados por ellos.

Un activo real es un objeto útil que no constituye, al mismo tiempo, el pasivo de ningún otro agente; un activo financiero es un objeto útil que constituye, al mismo tiempo, el pasivo de otro agente (el deudor). Un activo financiero no puede existir para un agente económico sin ser, a la vez, el pasivo financiero de otro agente económico.

■ Relevancia:

- Podemos considerar que esta materia es de doble importancia:
 - *A nivel microeconómico*, ya que los mercados financieros van a jugar un papel fundamental a la hora de permitir a los agentes transferir recursos entre períodos.
 - Esto implicará que las inversiones dependan fundamentalmente de 2 conceptos económicos fundamentales: el *tiempo* y el *riesgo*.
 - *A nivel macroeconómico*, ya que a nivel agregado estos mercados pueden ser claves para la evolución de los agregados económicos y en última instancia para el bienestar de los individuos.

■ Contextualización:

- La economía española ha experimentado un importante cambio a lo largo de las últimas 7 décadas tanto desde un punto de vista político como desde un punto de vista económico.
 - Desde un punto de vista político, el país ha pasado de un régimen autoritario a un régimen democrático.
 - Desde un punto de vista económico, ha pasado a estar caracterizado por un régimen de autarquía a formar parte del proceso de integración más avanzado del mundo: La Unión Económica y Monetaria Europea.
 - A lo largo de estas 7 décadas todos los sectores ya sean del mercado de bienes o de servicios o de factores productivos han sido reformados de cara a adaptarse mejor a un sistema internacional económico cada vez más globalizado.
 - El caso del sector del sector financiero no ha sido una excepción experimentando por ejemplo el sector de crédito y de valores un enorme cambio.

■ Problemática:

- El objetivo de esta exposición será llevar a cabo un análisis algo más en profundidad del sector financiero español, que consta de una serie de instituciones, agentes, mercados e instrumentos.
 - El sector financiero español no sólo es relevante en términos cuantitativos (representa un 4,3 % del VAB total y un 2,3 % del empleo en 2022³), sino que es importante para toda la economía porque todos los sectores hacen uso de él.

■ Estructura:

- Introducción al sistema financiero español.
- Introducción a los mercados financieros en España.
- Mercado interbancario.
- Mercados de valores:
 - Mercado de deuda pública anotada.
 - Mercado de renta fija privada.
 - Mercado de renta variable.
 - Mercado de derivados.

³ <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=32450>

0. INTRODUCCIÓN AL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

- 0.1. Definición
- 0.2. Importancia y deseabilidad de regulación y supervisión financiera
- 0.3. ¿Qué es regulación y supervisión financiera?
- 0.4. Rasgos básicos del sistema financiero español
 - Relevancia
 - Características
 - Sectores
 - Modelo de financiación continental (predomina la canalización de los recursos intermediada)
- 0.5. Conclusión

1. VISIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

- 1.1. ¿Qué son los mercados financieros?
 - 1.1.1. Definición y funciones de los mercados financieros
 - 1.1.2. Características
 - 1.1.3. Clasificación
- 1.2. Marco jurídico
 - 1.2.1. Delimitación de competencias
 - 1.2.2. Fundamentos jurídicos
 - 1.2.3. Órganos competentes y procedimiento de toma de decisiones

2. ANÁLISIS DE LOS DISTINTOS MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

- 2.1. Mercado interbancario de depósitos
 - 2.1.1. Delimitación y características
 - 2.1.2. Agentes
 - 2.1.3. Tipo de interés de referencia
 - 2.1.4. Evolución
 - Origen y crecimiento
 - El mercado interbancario como transmisor de la crisis financiera a España
- 2.2. Mercado de deuda pública
 - 2.2.1. Delimitación y características
 - 2.2.2. Instrumentos
 - 2.2.3. Agentes
 - 2.2.4. Origen y evolución
 - Creación de una gama adecuada de instrumentos de deuda pública
 - Creación de una base de demandantes para los valores
 - Creación de un mercado primario
 - Desarrollo de un mercado secundario
 - 2.2.5. Mercados
 - Mercado primario
 - Mercado secundario
- 2.3. Mercado de renta fija privada
 - 2.3.1. Delimitación
 - 2.3.2. Instrumentos
 - 1) Papel comercial
 - 2) Bonos y obligaciones
 - 3) Valores titulizados
 - 4) Participaciones preferentes
 - 2.3.3. Agentes
 - 2.3.4. Mercados
 - Mercado primario
 - Mercados secundarios
 - 2.3.5. Evolución
 - Bonos verdes
 - El año 2021, año récord de emisiones ESG
- 2.4. Mercado de renta variable (mercado bursátil)
 - 2.4.1. Delimitación
 - 2.4.2. Instrumentos
 - 2.4.3. Agentes
 - 2.4.4. Mercados
 - Mercado primario
 - Mercados secundarios
- 2.5. Mercado de derivados
 - 2.5.1. Delimitación
 - 2.5.2. Instrumentos
 - 2.5.3. Mercados
 - Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieras (MEFF)
 - Mercados de futuros con activos subyacentes reales

3. CUESTIONES MÁS ACTUALES

- 3.1. Reglamento de criptoactivos UE (*Markets in Crypto Assets Regulation, MiCA*)
- 3.2. Impuesto sobre Transacciones Financieras (Tasa Tobin)
- 3.3. Las emisiones dejan de ser terreno exclusivo para las grandes empresas
- 3.4. Directiva "Quick Fix" que modifica aspectos de MiFID II

0. INTRODUCCIÓN AL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

0.1. Definición

- El **sistema financiero** puede definirse como el conjunto de instituciones, medios y mercados que cumplen 3 funciones básicas: *transformar plazos*, *transferir riesgos* y *transferir fondos*.

1) *Transformar plazos*: La transformación de plazos se lleva a cabo por los intermediarios financieros, especialmente los bancos, que toman prestado a corto plazo y prestan a largo plazo. Así, canalizan el ahorro hacia inversiones productivas y compatibilizan el deseo de los ahorradores de disponer de su ahorro en el corto plazo con la preferencia de los inversores por el crédito a largo plazo.

- Ahorradores quieren disponibilidad a corto plazo.
- Inversores quieren financiarse a largo plazo.
 - Esta diferencia de liquidez del ahorro y la inversión da lugar al llamado *maturity mismatch* y debe ser gestionado por el banco y, a su vez, éste debe ser supervisado por el regulador para reducir los riesgos de pánico bancario.

2) *Transferir riesgos*:

- Transmisión del riesgo de las inversiones desde los ahorradores a los intermediarios financieros y otros agentes menos aversos al riesgo, de manera que el ahorro efectivamente se canalice hacia proyectos de inversión arriesgados.
 - Los intermediarios asumen el riesgo de contrapartida a cambio de un diferencial.
 - Además, la especialización de los intermediarios financieros en la valoración del riesgo de default asociado a los deudores reduce los costes de información (conocer la solvencia de un prestatario potencial es costoso y está sujeto a múltiples asimetrías de información).

3) *Transferir fondos* (sistema de pagos):

- Canalización de transferencias financieras que el sistema permite.
 - Bancos y otras instituciones financieras permiten a partes alejadas físicamente obligarse y transferir capacidad de compra, asegurando la ejecución efectiva de las transferencias y con ello, permitiendo el tráfico económico.

- De este modo, es deseable la existencia de *mercados financieros amplios, profundos, transparentes y con libre acceso al mercado*.

0.2. Importancia y deseabilidad de regulación y supervisión financiera

- La **importancia económica** del sistema financiero es considerable debido a:

- *Buen funcionamiento de la economía*: Resulta clave para el buen funcionamiento de una economía, ya que permite la transferencia de fondos y de riesgo entre los agentes económicos y la transformación de plazos.
- *Efectos positivos sobre el crecimiento económico*:

- Posibilita que un mayor volumen de recursos se canalice hacia la inversión productiva.
- Garantiza la selección de los mejores proyectos de inversión, mejorando la eficiencia asignativa.

- Afecta a la instrumentación de la política fiscal y monetaria, y tiene importantes efectos sobre la economía real.

- Por lo tanto, un funcionamiento inadecuado del sistema financiero puede tener consecuencias muy negativas sobre la economía en su conjunto.

0.3. ¿Qué es regulación y supervisión financiera?

- Como aclaración de partida debemos señalar que “*regulación*” y “*supervisión*” son frecuentemente tratadas de forma conjunta e incluso indistinta bajo la denominación “*regulación financiera*”⁴, en la medida en que en la práctica ambas actividades suelen ser desarrolladas por la misma autoridad (ya sea sectorial (banca, valores, seguros) o transversal (para todos los sectores)):
 - *Regulación financiera*: Podemos definirla como el conjunto de medidas aprobadas por las autoridades (nacionales e internacionales) para ordenar la actividad y alcanzar determinados objetivos públicos en los mercados financieros.
 - *Supervisión financiera*: Se puede definir como el seguimiento que las autoridades hacen de la situación financiera y de la conducta de las entidades, a través de peticiones de información e inspecciones, de las que puede derivarse la aplicación de sanciones.

- Por lo tanto, la regulación financiera persigue 3 objetivos fundamentales:

- Por un lado, desde un **punto de vista microeconómico**, la regulación persigue 2 objetivos:
 - i) Garantizar la *capacidad de las entidades individuales para hacer frente a las obligaciones frente a sus acreedores* (depositantes, tenedores de deuda, accionistas, beneficiarios de seguros, partícipes en fondos de inversión y de pensiones). Este objetivo se alcanza mediante lo que se conoce como *regulación microprudencial*, entre la que destaca el establecimiento de requisitos de recursos propios de las entidades (ratios de capital).
 - ii) Garantizar la adecuada *protección al consumidor financiero* mediante la fijación de *normas de conducta*⁵.

Podemos distinguir 2 tipos de sistemas de regulación/supervisión en función de la separación de las autoridades:

- Si ambos objetivos son perseguidos por autoridades distintas son denominados “*twin peaks*” (o *enfoque funcional*)⁶. Señaladamente es el caso del Reino Unido⁷.
- Sin embargo, hay que señalar que en la mayoría de jurisdicciones una misma autoridad lleva a cabo ambas actividades, frecuentemente por sectores (*enfoque sectorial*)⁸.
 - Este último es el *caso de España*, donde existe una autoridad supervisora/reguladora prudencial y de conducta para cada sector:
 - Para *entidades de crédito*: Banco de España (BdE),
 - Para *mercados de valores*: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); y

⁴ Autores como DAVID LLEWELLYN hacen una diferenciación entre *regulación* (establecimiento de normas de conducta determinadas), *control* (observancia del cumplimiento de las normas) y *supervisión* (observación general del comportamiento).

⁵ La regulación microprudencial busca afectar en cómo son (internamente) los agentes del sistema financiero. Las normas conducta, por su parte busca responder a cómo actúan los agentes entre sí (externamente).

⁶ Modelo institucional de regulación/supervisión financiera por el que existen 2 autoridades separadas para la regulación/supervisión prudencial y para la regulación/supervisión de conducta.

⁷ Tras la reforma de 2013, la regulación prudencial es competencia de la *Prudential Regulatory Authority* (PRA), dentro del Banco de Inglaterra, y la de conducta de la *Financial Conduct Authority* (FCA).

⁸ Quedaría un tercer enfoque (*enfoque integrado*), en el que existe un único supervisor para *supervisión prudencial y supervisión de normas de conducta*, se pueden dar 2 casos:

- a. Supervisor único estricto (el banco central no interviene)
- b. Extendido (el banco central supervisa banca).

La elección del modelo se basa en las sinergias y los conflictos de intereses en modelos funcional e integrado (KREMERS et al., 2003).

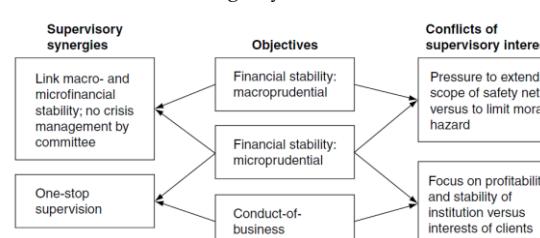


Figure 12.3 Supervisory synergies and conflicts
Source: Kremers et al. (2003)

Table 12.1 Organisational structure of financial supervision

Countries	(1) Sectoral	(2) Cross-sector: Functional	Basic models	
			(3a) Cross-sector: Integrated without central bank role in banking supervision	(3b) Cross-sector: Integrated with central bank role in banking supervision
European Union	Bulgaria	Belgium (2011)	Denmark (1988)	Austria (2002)
	Cyprus	France (2003)	Estonia (2002)	Czech Republic (2006)
	Croatia	Italy (1999)	Hungary (2000)	
	Lithuania	Netherlands (2002)	Latvia (2001)	Finland (2009)
	Luxembourg	Portugal (2000)	Malta (2002)	Germany (2002)
	Romania	United Kingdom (2011)	Poland (2008)	Ireland (2003)
	Slovenia		Sweden (1991)	Slovakia (2006)
	Spain			
Outside EU			Australia (1998)	Japan (2000)
			Canada (1987)	
			United States (1999)	

Note: In parentheses the year of establishment of the new cross-sector supervisor(s) is shown.
Source: Schoenmaker (2005) and ECB (2010)

- Para *aseguradoras y fondos de pensiones*: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSyFP), dentro del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.
- Por otra parte, bajo una **perspectiva macroeconómica**,
 - iii) La regulación financiera persigue el mantenimiento de la estabilidad financiera.* Para este objetivo se lleva a cabo lo que se conoce como *regulación macroprudencial*, bajo un análisis en el que se tiene en cuenta la situación no sólo de todos los mercados financieros en conjunto sino también de la economía en general⁹.
 - Tradicionalmente perseguido por las propias autoridades reguladoras/supervisoras sectoriales o bajo la coordinación de estas por el Ministerio de Economía/Finanzas, a raíz de la crisis financiera global de 2008, se ha extendido el establecimiento de autoridades macroprudenciales específicas¹⁰.

0.4. Rasgos básicos del sistema financiero español

Relevancia

- Antes de nada, el sector financiero español no solo es **relevante en términos de Valor Añadido Bruto** (~4 % del total), sino que es importante para toda la economía porque todos los sectores institucionales participan en él.

Características

- Podemos identificar las siguientes **características** del sistema financiero español:
 - *Nivel de productividad*: Factor trabajo muy productivo en general.
 - *Grado de competencia en el mercado*:
 - Se trata de un mercado atomizado *por el lado de la demanda* (i.e. un elevado número de agentes buscan financiación en los mercados financieros).
 - *Por el lado de la oferta* ha aumentado el grado de concentración (medida por el índice Herfindahl-Hirschman (HHI)) y se produce un mayor grado de concentración que en países de nuestro entorno según el Banco de España.
 - *Prociclicidad*: Existe una tendencia a booms de crédito en expansiones que vienen seguidos de contracciones de la oferta de crédito de las entidades financieras en recesiones. En definitiva, los sistemas financieros tienen una tendencia a exagerar o amplificar los ciclos económicos a través de su política de créditos.

Sectores

- El sistema financiero español se divide en **3 grandes sectores** (crédito, valores, y seguros y fondos de pensiones), cada uno de los cuales goza de una institución de control-supervisión y de múltiples agentes que participan en los mercados.

⁹ La crisis de 2008 puso de manifiesto que la política monetaria y la supervisión microprudencial no eran suficientes para garantizar la estabilidad del conjunto del sistema financiero. Así, surgió la política macroprudencial y se hizo una suerte de reparto de tareas: la *política monetaria* velaría por la *estabilidad de precios*, la *supervisión microprudencial* por la *salud de las entidades individuales* y la *política macroprudencial* por la *estabilidad del conjunto del sistema financiero*, previniendo el surgimiento de riesgos sistémicos. De este modo, la primera línea de defensa para garantizar la estabilidad financiera sería la política macroprudencial, apoyada por la supervisión microprudencial.

¹⁰ Como el *Financial Oversight Council* (FSOC) estadounidense o el *European Systemic Risk Board* (ESRB) (Junta Europea de Riesgo Sistémico, JERS) en la Unión Europea, donde cada Estado miembro está obligado a establecer una autoridad. En España, la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI).

La AMCESFI es un órgano colegiado adscrito al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital que tiene el objetivo de contribuir a la estabilidad del sistema financiero mediante la identificación, prevención y mitigación de factores de riesgo sistémico. La AMCESFI desempeña una función de coordinación interinstitucional y sus competencias son de naturaleza consultiva y no vinculante.

Modelo de financiación continental (predomina la canalización de los recursos intermediada)

Formas de canalización de recursos

- Dentro del sistema financiero podemos distinguir **2 formas de canalización de los recursos**:
 - Forma directa:
 - Tiene lugar en los **mercados financieros**, en los que los demandantes de financiación obtienen los fondos directamente de los ahorradores, mediante la emisión de activos financieros como acciones u obligaciones que otorgan a sus tenedores derechos sobre los ingresos futuros del prestatario.
 - (+) Así, el recurso a los mercados financieros reduce los costes de transacción y puede abaratar la obtención de financiación.
 - (-) Pero al mismo tiempo los mercados presentan una mayor **sensibilidad a los cambios sociopolíticos y económicos**.
 - Forma intermediada:
 - Es llevada a cabo por los **intermediarios financieros**, que se sitúan entre ahorradores y demandantes de financiación, prestando a éstos últimos los fondos que a su vez han recibido de los primeros.
 - (+) Permite **acceder** a la financiación a **agentes que por su tamaño** no pueden acceder a la financiación de los mercados de capitales.
 - (-) Pero coloca a las **empresas** en una situación de **dependencia** del crédito bancario.

Modelo predominante

- En los *países anglosajones* (p.ej. Estados Unidos y Reino Unido) los mercados constituyen la principal fuente externa de financiación, y en los *países continentales* son las entidades bancarias.
 - Pese a estas diferencias, los niveles de desarrollo económico alcanzados han sido similares en ambos casos, por lo que no parece un factor determinante.
- Si algo ha caracterizado al sistema financiero español es seguir un **modelo continental**, con un *gran peso de la financiación bancaria*. De hecho, las empresas españolas han sido tradicionalmente y son todavía en la actualidad muy dependientes de la **financiación bancaria**.
 - En términos cuantitativos, los activos bancarios representan en España casi el **350 % del PIB**, frente al **250 % de la eurozona**.

Crecimiento de los mercados financieros y desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios

- La evolución del sistema financiero español durante los últimos 30 años se podría caracterizar por un **importante crecimiento de la actividad financiera** que se ha visto reflejada en el **fuerte desarrollo de los mercados financieros** lo cual se ha debido principalmente a:
 - El mayor grado de desarrollo económico.
 - La creciente apertura al exterior.
 - La propia modernización del sistema financiero.
- La expansión de los mercados financieros ha impulsado a su vez el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios y, más concretamente, de sus 3 modalidades más significativas:
 - Los fondos de inversión.
 - Los fondos de pensiones.
 - Las compañías aseguradoras.
- No obstante, su **importancia relativa en España sigue siendo muy reducida¹¹**.
 - En concreto, la *proporción de financiación no bancaria en España se sitúa en el 20-30 %*, frente a un 70 % en Estados Unidos o un 50 % en Francia.
 - Sus activos representan el 75 % del PIB, frente al 250-300 % en Estados Unidos y Reino Unido.

¹¹ http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IFNB_ejercicio_2020.pdf

0.5. Conclusión

- De ahora en adelante, nos centraremos exclusivamente en el análisis de los *mercados e instrumentos* en el sistema financiero español.

1. VISIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

1.1. ¿Qué son los mercados financieros?

1.1.1. Definición y funciones de los mercados financieros

- Los **mercados financieros** son el *mecanismo o lugar* (físico, virtual o ambos) a través del cual se producen *intercambios de activos financieros* y en los que se *fija el precio de los mismos*.
- Las **funciones** de los mercados financieros son:
 - Poner en contacto a los agentes de ambos lados del mercado.*
 - Fijar el precio de los activos financieros.*
 - Reducir los costes de intermediación.*
 - Proporcionar liquidez.*
 - Contribuir a la aplicación de la política monetaria*, pues algunos de los activos negociados en estos mercados son admitidos por el Eurosistema como colaterales para sus operaciones de política monetaria.

1.1.2. Características

- Los **elementos definidores** que determinan la **eficiencia de un mercado financiero** son:
 - Amplitud:* Gama de valores negociados.
 - Profundidad:* Volumen negociado.
 - Libertad de entrada en el mercado.*
 - Transparencia:* Posibilidad de obtener información fácilmente.
- Estas características determinan la eficiencia de un mercado financiero porque cumplen las propiedades básicas de un mercado de **competencia perfecta**:
 - Una elevada amplitud y profundidad hacen que haya muchos oferentes y demandantes, de modo que ninguno pueda influir sobre el precio de los activos.
 - Libertad de entrada.
 - La transparencia implica información perfecta.

1.1.3. Clasificación

- Los mercados financieros se pueden **clasificar** en función de:
 - Según el instrumento negociado:*
 - *Mercados de renta fija:* Mercados donde se negocian títulos que no conllevan derechos de propiedad y su remuneración no depende de la situación del emisor:
 - Esquema de pagos o derechos económicos:* En el caso de la renta fija, su relación de pagos están estipulados en una relación contractual entre el emisor y el inversor.
 - Así, su remuneración no depende de la evolución económico-financiera del emisor, sino que viene especificada por una fórmula¹².
 - Vencimiento y cupones:* Los activos de renta fija tienen generalmente un vencimiento definido (puede ser deuda perpetua sin vencimiento). A vencimiento se devuelve el principal o el valor nominal (suma prestada inicialmente)¹³.
 - Derechos políticos:* Los títulos de renta fija no conllevan derechos de propiedad ni derechos políticos asociados. En este caso, la relación es puramente económica ya que los títulos de renta fija representan una porción de la deuda de una empresa. El finanziador es acreedor no socio.

¹² Por tanto, la relación de pagos, a diferencia del caso de la renta variable no depende del comportamiento del emisor ni de decisiones discrecionales de reparto de dividendos. Esto no quiere decir que estos instrumentos estén exentos de riesgo, pues se pueden dar casos de impago de la deuda (*default*).

¹³ Además, a menudo, el emisor del título está obligado a realizar unos pagos periódicos hasta vencimiento (cupones), que consistirán en el tipo de interés del cupón multiplicado por el valor nominal.

- d) *Orden de prelación:* Los instrumentos de renta fija se satisfacen de forma prioritaria en caso de liquidación de la empresa a los instrumentos de renta variable.
 - e) *Tratamiento contable:* Los títulos de renta fija forman parte del pasivo del emisor (permiten financiación) y del activo del inversor (al generar derechos económicos).
 - *Mercados de renta variable:* Mercados donde se negocian títulos que conllevan derechos de propiedad para el poseedor de los títulos y su remuneración está ligada a la evolución económico-financiera del emisor.
 - a) *Esquema de pagos o derechos económicos:* En el caso de la renta variable, su relación de pagos no está estipulada en una relación contractual entre el emisor y el inversor.
 - Así, la remuneración de los activos de renta variable depende de la evolución económico-financiera del emisor.
 - b) *Vencimiento y cupones:* Los activos de renta variable no especifican un vencimiento. Se dice que las acciones son perpetuas, por lo que su vencimiento depende de la voluntad del inversor de venderlas a un nuevo accionista en el mercado secundario.
 - c) *Derechos políticos:* Los activos de renta variable, otorgan a su tenedor derechos políticos. El accionista es socio y, por lo tanto, las acciones conllevan no sólo derechos económicos sino también derechos políticos.
 - d) *Orden de prelación:* Los instrumentos de renta variable se satisfacen sólo tras haber hecho frente a las obligaciones con los deudores de la empresa.
 - e) *Tratamiento contable:* Los títulos de renta variable forman parte del patrimonio neto del emisor (permiten financiación) y del activo del inversor (al generar derechos económicos).
 - *Mercados de derivados:* A diferencia de los instrumentos de renta fija y renta variable, estos instrumentos no se utilizan para que un emisor se financie sino que son instrumentos cuyo valor depende de un activo subyacente. De este modo, sirven para la cobertura de riesgos y la especulación.
 - *Mercados de divisas:* Se intercambian divisas entre sí.
- ii) Según el vencimiento de los títulos:
- *Mercados monetarios:* Se intercambian activos de deuda con vencimiento a corto plazo (generalmente, menos de 18 meses)¹⁴.
 - *Mercados de capitales (mercado de deuda):* Se intercambian activos de deuda con vencimiento a medio y largo plazo.
- iii) Según la fase de negociación de los activos:
- *Mercados primarios:* Mercados donde se colocan los títulos nuevos¹⁵.
 - *Mercados secundarios:* Mercados donde se transfieren títulos ya emitidos¹⁶.
- iv) Según la forma de organización:
- *Mercados organizados:* Determinan las reglas de juego de cómo se producen las operaciones de compraventa de activos financieros. Nos centraremos principalmente en estos mercados en esta exposición cuya clasificación viene dada por la Ley 24/1988 del mercado de valores.

¹⁴ Los mercados monetarios son mercados *mayoristas* (i.e. altos volúmenes negociados y mucha liquidez), donde los emisores suelen ser grandes entidades y los inversores suelen ser inversores institucionales.

- Para los inversores poseen poco riesgo y poca rentabilidad.
- Para los emisores, responden a motivos de gestión de la tesorería y cubrir desfases temporales (p.ej. para sociedades no financieras para financiación del circulante) pero presentan riesgo de refinanciación.

Instrumentos: letras, pagarés, etc.

¹⁵ En cuanto a la colocación en el mercado primario, la Ley del Mercado de Valores establece la libertad de emisión, si bien esta deberá satisfacer una serie de requisitos que incluyen su comunicación a la CNMV y la publicación de un folleto informativo aprobado por esta con, entre otras cosas, las características básicas de la emisión y las cuentas anuales y los informes de auditoría de la empresa emisora.

¹⁶ Por lo que se refiere a la admisión en los mercados secundarios oficiales de los valores emitidos en el mercado primario, la autorización corresponde a la CNMV a solicitud del emisor. Dicha solicitud deberá ser aprobada por la sociedad rectora del mercado que se trate.

Nos centraremos en mayor medida en los mercados secundarios. No obstante, *ambos mercados no deben ser considerados independientes, en tanto que cuanto mayor sea el grado de desarrollo del mercado secundario mayor será el interés de los inversores en la adquisición de títulos en el mercado primario de un activo, pues mayor será su liquidez.*

- *Mercados no organizados (over-the-counter)*: Esto implica que el mercado está formado por muchos operadores que negocian entre sí sin que existe un mercado centralizado.

v) Según el supervisor:

- *Mercados supervisados por el Banco de España*: Mercado interbancario, mercado de divisas, y mercado de deuda pública anotada (junto con la CNMV).
- *Mercados supervisados por la CNMV*: Mercados de valores, mercados de derivados, mercado de deuda pública anotada (junto con el Banco de España).
- *Mercados supervisados por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones*: Compañías de seguros y fondos de pensión.

1.2. Marco jurídico

1.2.1. Delimitación de competencias

- Según el **artículo 4 del TFUE** la UE dispondrá de **competencia compartida** con los Estados miembros en el ámbito relacionado con el mercado interior.
- En el caso de la **regulación**, *con la salvedad de las competencias que ostentan las CCAA* en materias de ámbito regional, esta se define *a nivel nacional* por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital a través de la *Secretaría General del Tesoro*.
 - Se encarga de la elaboración y tramitación de normas relativas al sector financiero (i.e. dirección, desarrollo y ordenación de la política financiera).

1.2.2. Fundamentos jurídicos

- Los **fundamentos jurídicos** se hallan en:

- *Real Decreto Ley 4/2015 del Mercado de Valores*, que refunde la Ley del Mercado de Valores de 1988 con sus desarrollos y modificaciones posteriores. Esta norma incluye además toda la normativa europea contenida en la Directiva MiFID II¹⁷.
- *Base legal de las funciones de supervisión del Banco de España*.
 - Por ejemplo se incluye la Ley de Autonomía del Banco de España 13/1994. Sirve como base legal que define las funciones del Banco de España marcadas por la pertenencia al SEBC.

– Unión del Mercado de Capitales:

- La idea de una Unión de los Mercados de Capitales Europeos fue presentada por el Presidente de la Comisión JEAN CLAUDE JUNCKER en 2014, tras lo cual se publicó un “Libro Verde” en 2015 y tiene como principal objetivo reducir la dependencia de la economía a la financiación bancaria disminuyendo así el riesgo sistémico de las entidades financieras.
 - Para alcanzar estos objetivos, la Comisión Europea ha propuesto un plan de acción con una serie de medidas para la construcción progresiva de una Unión de Mercados de Capitales que se completará en 2019.
 - <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/capital-markets-union/>

1.2.3. Órganos competentes y procedimiento de toma de decisiones

- Distinguimos por funciones:

- Función normativa: En el caso de la regulación (función normativa), con la salvedad de las competencias que ostentan las CCAA en materias de ámbito regional (p.ej. algunos temas

¹⁷ Evolución de la normativa referente al mercado de valores:

- Hasta el año 2007 la ley de referencia para los mercados de valores fue la *Ley del Mercado de Valores de 1988*.
 - Gracias a ella y a sus sucesivas reformas se reforzaron las medidas dirigidas a la protección de los inversores; y se mejoró enormemente la supervisión de los mercados, creándose la CNMV.
- La Ley del Mercado de Valores de 1988 permaneció vigente hasta el 2007 cuando se sustituyó por la *Ley de 2007*.
 - Esta incorporó diversas Directivas europeas y en particular la Directiva 2004 también conocida como *MiFID I*, la cual supuso una verdadera revolución en términos de armonización de los mercados de valores europeos.
 - No obstante, tras la crisis económica se evidenciaron las carencias de la normativa europea, por lo que se puso en marcha una mejora que se materializó mediante la aprobación de la *MiFID II* en 2014 en el Parlamento Europeo.
- En España se aprueba el *RDL del Mercado de Valores de 2015* que completará la plena incorporación del *MiFID II* en diciembre de 2018 y entró en funcionamiento en abril de 2019.

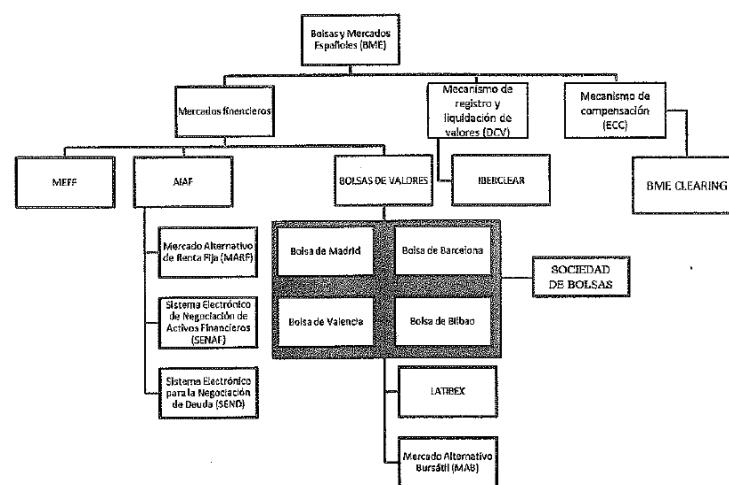
relativos a las cajas de ahorro y cooperativas de crédito), esta se define a nivel nacional. Así, las funciones son ejercidas dentro del Gobierno por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, quien las desarrolla a través de la Secretaría General del Tesoro.

– Función de supervisión y control:

- Banco de España: Agentes del sector del crédito e hipotecario, mercados interbancarios y mercado de deuda pública.
- CNMV: Mercados de valores españoles, con la excepción del mercado de deuda pública.
- DGSyFP: Sector asegurador.
- Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI).
- Instituciones y organismos supranacionales: SESF + MUS (BCE) + FSB.

– Otras instituciones, por ejemplo:

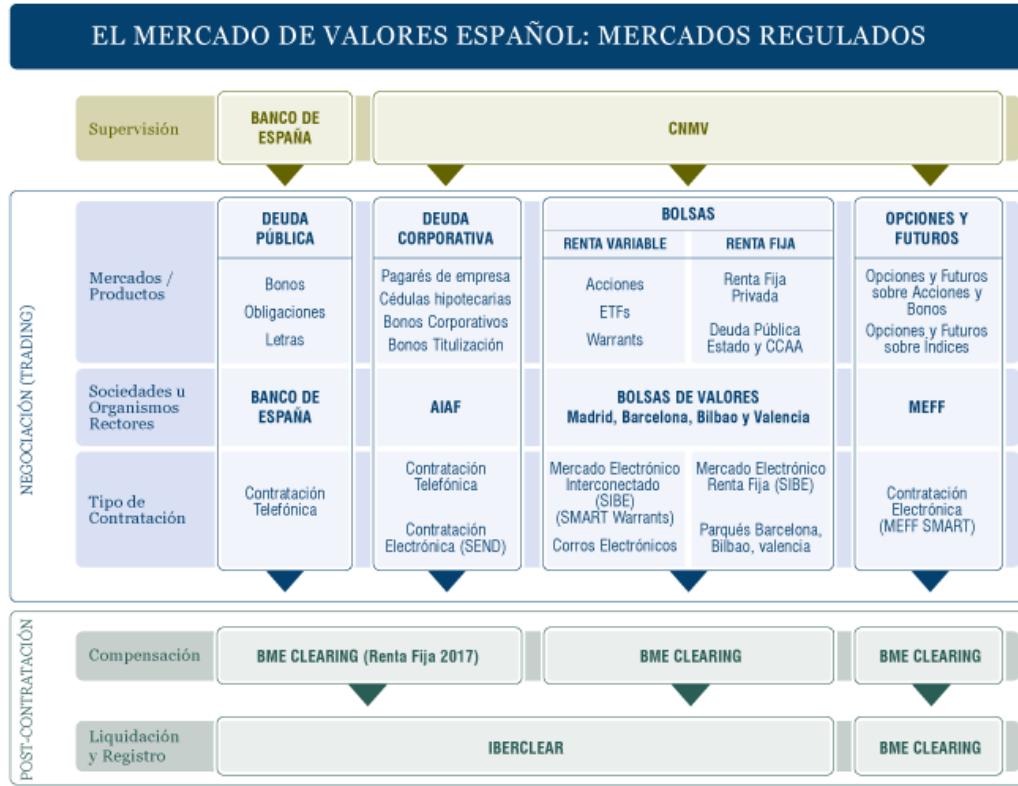
- FROB, con un papel importante en la reestructuración del sector bancario.
- Organismos internacionales, MEDE...



2. ANÁLISIS DE LOS DISTINTOS MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

- La Ley de Mercado de Valores de 1988 distingue los siguientes mercados financieros en España:
 - 1) *Mercado de deuda pública.*
 - 2) *Mercado oficial de renta fija privada (deuda corporativa).*
 - 3) *Mercado de renta variable.*
 - 4) *Mercado oficial de derivados.*
 - 5) (+) Nótese que lógicamente la ley de mercado de valores deja fuera los *mercados interbancarios* que también los consideraremos.
- En cada mercado distinguimos:
 - Organismo rector: Se encargan de la supervisión de los mercados financieros.
 - Compensación: *BME clearing*.
 - Liquidación y registro: *Iberclear* (para renta fija y renta variable) y *BME clearing* (en el caso de los derivados).
 - Las entidades relacionadas con la compensación, la liquidación y el registro para los mercados distintos del de deuda pública se aglutinan en la sociedad: BME (comprada en 2020 por Six –grupo suizo–).

IMAGEN 1.– Funcionamiento de los mercados de valores



Fuente: BME (2013) Estructura, organización y funcionamiento del mercado de valores español.

<http://publicaciones.bolsasymercados.es/otras/EstructuraMdo/files/assets/common/downloads/publication.pdf>
<https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estructura-Organizacion-Mercado-Valores>

■ Comentamos a continuación los principales mercados e instrumentos dentro del mercado financiero nacional:

- 1) Mercado interbancario de depósitos.
- 2) Mercados de deuda pública anotada.
- 3) Mercado de renta fija.
- 4) Mercado de renta variable.
- 5) Mercado de derivados.

2.1. Mercado interbancario de depósitos

Para cada mercado:

- i) Delimitación y características.
- ii) Agentes participantes en el mercado.
- iii) Instrumentos (en el caso del mercado interbancario, tipo de interés de referencia).
- iv) Mercados.
- v) Origen y evolución.

2.1.1. Delimitación y características

- Los **mercados interbancarios** son aquellos en los que sólo se realizan operaciones por parte de las entidades de crédito (entre sí y frente al banco central), y en los que los activos negociados tienen un vencimiento muy corto y un elevado grado de liquidez.
- Aunque puede haber diferentes tipos de mercados interbancarios (de depósitos, de divisas, etc.), cuando hablamos de mercado interbancario generalmente nos referimos al **mercado interbancario de depósitos** (i.e. el activo intercambiado es liquidez).
 - Tiene mucha influencia, pues en él se determinan:
 - Los tipos de interés de referencia a la hora de diseñar la política monetaria por el BCE (€STR); y
 - Los tipos de interés de referencia para los contratos hipotecarios y otros préstamos (Euribor).

- Podemos señalar las siguientes **características** del mercado interbancario de depósitos:
 - Intradiario: Las entidades se ceden, **directamente** o a través de **intermediarios** financieros, **depósitos a plazos muy cortos** (generalmente, a 1 día).
 - De este modo, la principal **función** de este mercado consiste en permitir que las **entidades ajusten su tesorería** de una forma fácil y flexible (i.e. agentes con exceso de tesorería se ponen en contacto con agentes con déficit).
 - Mercado mayorista: Los volúmenes de negociación son elevados.
 - Mercado primario:
 - Inicialmente el mercado interbancario de depósitos es un *mercado primario*.
 - Es decir, una vez que un banco presta dinero a otro banco, éste no puede vender dicho préstamo en los mercados.
 - Esto llevaba a que el mercado interbancario tuviese un sesgo hacia plazos muy cortos.
 - No obstante, en 1992 se introdujeron los *depósitos interbancarios transferibles (DIT)*, que eran **títulos emitidos al descuento** por un banco que certificaban que había constituido un depósito en favor de otro banco con un plazo y una remuneración determinada y que, a diferencia de los depósitos, son negociables.
 - Esto lleva a aumentar la liquidez de los depósitos realizados a más largo plazo, de manera que la entidad que constituía un depósito a favor de otra entidad, digamos a una semana, podía venderlos al día siguiente.
 - Sin embargo, los depósitos interbancarios transferibles no tuvieron mucho éxito y, a finales de los años 90, dejaron de utilizarse.
 - Liquidación y compensación: Se lleva a cabo mediante el **sistema TARGET2-BE**, que entró en funcionamiento en 2008 y que permite que la liquidación y compensación se realice en tiempo real a nivel comunitario¹⁸.

2.1.2. Agentes

- En el mercado interbancario de depósitos participan los siguientes **agentes**:
 - Entidades de crédito prestamistas (tradicionalmente, cajas de ahorros y establecimientos financieros de crédito).
 - Entidades de crédito prestatarias (tradicionalmente, bancos).
 - Supervisor: Banco de España y, en su caso, BCE.

2.1.3. Tipo de interés de referencia

- Hasta la entrada del euro, el tipo de referencia en España fue el **MIBOR** (Madrid Inter-Bank Offer Rate).
- Pero desde la adopción del euro, el tipo de referencia es el **Euribor**, que es una media de los tipos a que se prestan unos 40 bancos europeos a una semana y de 1 a 12 meses.
 - Como el Euribor no ofrece el tipo de interés interbancario a 1 día, el BCE calculaba hasta 2018 el **EONIA** como la media de todas las operaciones de crédito denominadas en euros a un día y sin colateral.

¹⁸ El sistema previo, TARGET, permitía una liquidación en tiempo real a nivel comunitario (i.e. entre bancos comunitarios), pero la compensación tenía lugar a nivel nacional.

En cambio, TARGET2 utiliza una plataforma sin intervención de ningún sistema nacional. Es decir, las órdenes se envían directamente a través de Swift, en lugar de procesarse a través de sistemas nacionales de compensación.

- Sin embargo, los tipos de referencia serán útiles si se consideran fiables e imparciales; idealmente deberían calcularse de manera transparente y el público debería poder acceder a ellos fácilmente.
 - Por ello, se produce una reforma de los tipos de referencia, reflejado en el *Reglamento sobre Índices de Referencia de la UE*, publicado en 2016 y en vigor desde enero de 2018. En resumen, el Euro-Short-Therm-Rate (**€STR**) sustituye al EONIA.
 - El €STR refleja el coste de financiación para los bancos de la zona euro, de tomar fondos en el mercado interbancario en operaciones de depósito a muy corto plazo (overnight) de diferentes contrapartes sin aportar garantías. El tipo se publica diariamente y se basará en las transacciones individuales en el mercado monetario europeo de depósitos que 50 entidades deben reportar al BCE.
 - Diferencias EONIA-€STR:
 - Ambos se basan en transacciones sin garantía overnight, pero:
 - El EONIA recogía el tipo al que el banco presta fondos a otros bancos en el mercado interbancario.
 - El €STR recoge el tipo que paga el banco por los depósitos de otras contrapartes que pueden no ser bancos: fondos del mercado monetario, fondos de inversión, de pensiones, bancos centrales...
 - Ventaja:
 - El mayor alcance protege al €STR de la manipulación y hace que sea un reflejo fiable del precio de los préstamos sin garantías en la zona del euro.
 - Estas diferencias explican el diferencial existente entre ambos índices, los tipos del €STR son más bajos: entre 7 y 9 pb.

2.1.4. Evolución

Origen y crecimiento

- El mercado interbancario de depósitos nació en 1972, cuando el gobierno implantó los coeficientes de caja obligatorios. Entonces los bancos comenzaron a intercambiar sus saldos excedentarios en las cuentas del Banco de España para cubrir los desfases en el cumplimiento de coeficiente de caja.
- Desde entonces, **su crecimiento ha sido espectacular**, de forma que a día de hoy no sólo se utiliza para cubrir las necesidades de financiación a corto plazo, si no que funciona también como un mercado en el que los participantes toman posiciones para obtener beneficios (*trading*).
 - Con la incorporación de España a la eurozona, sus entidades comenzaron a participar en el **mercado interbancario europeo**.
 - Ha jugado un papel protagonista en la crisis financiera global: ante la desconfianza hacia el sistema financiero español, ya en 2009 las entidades de nuestro país tuvieron problemas para encontrar quién les prestara en el mercado interbancario (por lo que se tuvieron que poner en marcha medidas como el Fondo de Adquisición de Activos Financieros), y donde el BCE jugó un papel relevante para introducir liquidez.

El mercado interbancario como transmisor de la crisis financiera a España

Introducción

- Esta crisis se inició en el verano de 2007, pero se agravó con la *quiebra de Lehman Brothers* en septiembre de 2008. La crisis llevó al colapso a importantes bancos de diversos países, expuestos a las **hipotecas subprime**.

Impacto

- Reducido impacto directo pero importante impacto indirecto:
 - El impacto directo de esta crisis en la solvencia de la banca española fue limitado, gracias al modelo de negocio de las entidades nacionales (banca tradicional minorista de origen

para mantener) y a la exigente regulación y supervisión del Banco de España (p.ej. prohibición de implementación de un modelo de tipo originar para distribuir).

- No obstante, el impacto indirecto de la crisis financiera internacional fue importante: La caída de Lehman Brothers generó un problema de racionamiento de crédito en los mercados interbancarios, donde éstos representaban la principal fuente de financiación del sector financiero nacional.

- Y es que, las elevadas tasas a las que creció la demanda del crédito en el período 1994-2007, unidas al estancamiento de sus fuentes de recursos tradicionales (depósitos de la población), llevaron a que las entidades españolas buscasen otras fuentes de financiación: *endeudamiento en los mercados interbancarios de la eurozona*, aprovechando la integración financiera surgida a raíz de la UEM.
- La *congelación de los mercados financieros internacionales* provocó una **disminución de la financiación bancaria a sectores clave** del crecimiento nacional como la construcción y la promoción inmobiliaria.

2.2. Mercado de deuda pública

2.2.1. Delimitación y características

- El mercado de deuda pública tiene por objeto la negociación de valores de deuda pública española y comprende tanto las operaciones de emisión en el mercado primario como las de intercambio de títulos en el mercado secundario.
 - En el **mercado de deuda pública anotada (o primaria)** el principal emisor es el Tesoro Público, aunque existen otros emisores cuantitativamente menos relevantes como el ICO o las CCAA.
 - Desde la crisis económica, las CCAA no han acudido prácticamente a los mercados financieros internacionales para captar liquidez. Se consideraba que no estaban lo suficientemente saneadas.
 - No obstante, de acuerdo al último Plan Nacional de Reformas y al Programa de Estabilidad se pretende que aquellas CCAA en situación financiera saneada vuelvan a financiarse vía mercados de deuda pública anotada.

2.2.2. Instrumentos

- Los **instrumentos negociados** son *Letras, Bonos y Obligaciones*. Los 3 son emitidos en subasta pública por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y pueden ser suscritos o adquiridos por cualquier agente económico.
 - *Letras del Tesoro*: Son valores de renta fija que tienen un vencimiento de hasta 12 meses y se emiten al descuento. Por tanto, el rendimiento de las Letras del Tesoro se determina implícitamente a través del precio resultante en la subasta. El importe mínimo de cada petición es de 1.000 € y las peticiones por importe superior han de ser múltiplos de 1.000 €.
 - *Bonos y Obligaciones del Estado*: Valores emitidos por el Tesoro con vencimientos más elevados que ofrecen cupones periódicos prefijados. En ocasiones, se encuentran indexados a un índice de referencia (p.ej. el IPC). El importe mínimo de cada petición es de 100 €.
 - Los Bonos tienen vencimientos de 3 o 5 años. Se trata del producto más demandado por inversores institucionales.
 - Las Obligaciones tienen un vencimiento de 10, 15 o 30 años.
 - *Bonos y Obligaciones segregables*: Presentan una característica adicional, a saber, la posibilidad de “segregación”, esto es, la posibilidad de separar cada bono en n valores (llamados *strips*), uno por cada pago que la posesión del bono da derecho a recibir.
 - Así, de un Bono a 5 años, podrían obtenerse 6 strips: uno por cada pago de cupón anual y un sexto por el principal al cabo de los 5 años. Cada uno de estos *strips* puede ser posteriormente negociado de forma diferenciada del resto de *strips* procedentes del Bono.

- De este modo, los *strips* van a segregar el valor mediante la transformación del bono o la obligación en un conjunto de Letras del Tesoro a diferentes vencimientos que pueden ajustarse mejor a los diferentes inversores.
- Conviene aclarar que el Tesoro no emite directamente valores segregados, sino que emite valores completos y son determinadas entidades financieras (creadoras de mercado) las que realizan la segregación para obtener los *strips* y comercializarlos.

2.2.3. Agentes

- Además del Tesoro, en el mercado de deuda pública participan **otros agentes**:
 - Banco de España: Actúa como supervisor y pone a disposición del Tesoro la plataforma tecnológica para las subastas de deuda pública.
 - Iberclear: Ofrece el servicio de liquidación de la deuda pública a todos los participantes. En esencia, Iberclear no es otra cosa que un gran libro de registro de titulares de deuda en el que se van anotando electrónicamente los cambios de titularidad de la deuda pública.

2.2.4. Origen y evolución

Coordinar en temas 4.A.19 y 4.B.28 (cuidado que como caigan ambos con no repetirse).

- Tienen su origen en 1982 tras experimentar el país fuertes períodos de inflación debido a una continua monetización del déficit y la incompatibilidad de dicha política con la adhesión a la UE.
 - Así, a lo largo de los 80 y 90, se procedió a la creación de:
 - Una gama de instrumentos de deuda pública.
 - Una base de inversores.
 - Un mercado primario.
 - Un mercado secundario.

Creación de una gama adecuada de instrumentos de deuda pública

- Era preciso, en primer lugar, dotar al Tesoro de una gama de instrumentos financieros suficientemente amplia que permitiese atender las preferencias y necesidades de los inversores.

1. Años 80

- A principios de los años 80 el Tesoro sólo contaba con la deuda desgravable del Estado y los pagarés del Tesoro:
 - Pagarés del Tesoro: Eran instrumentos cupón cero emitidos a 18 meses. Fueron el instrumento más importante durante los primeros años, llegando a cubrir el 60 % de las emisiones hasta 1986.
 - Deuda desgravable: Eran instrumentos a medio plazo dirigidos a los sujetos pasivos del IRPF. Este instrumento desapareció prácticamente a finales de los años 80.
- Por tanto, se pone en evidencia que era necesario ampliar la gama de instrumentos, sobre todo a medio/largo plazo (para favorecer una financiación más estable). Así, se crean en los siguientes años.
 - Bonos del Estado: Vencimientos **de 2 a 5 años**.
 - Obligaciones del Estado: Vencimientos más largos, en principio a **10 años**.
 - Letras del Tesoro: Títulos emitidos al descuento con vencimiento a **12 meses**, que sustituyen a los Pagarés del Tesoro.
 - Las Letras sustituyeron a los Pagarés, resolviendo algunos problemas de eficiencia.
 - *Coeficiente de inversión obligatoria*: Las entidades financieras estaban obligadas a invertir un porcentaje de sus pasivos en deuda pública comprando Pagarés, lo que generó una demanda cautiva.
 - *Diferente tributación*.

2. Años 90

- Regulación del recurso del Tesoro al Banco de España:

- Ley General Presupuestaria de 1990: Que restringe el recurso del Tesoro al Banco de España, estableciendo que la posición deudora neta del Tesoro en el Banco de España no podía exceder al término de cada año la existente a 31 de diciembre de 1989.
- Ley de Autonomía del Banco de España de 1994: Que se enmarca en la segunda fase de formación de la UEM, y que establece una **prohibición absoluta al recurso del Tesoro al Banco de España**.

- Nueva ampliación de la gama:

- Las restricciones para acceder al crédito del Banco de España que se acaban de señalar incentivarán una nueva ampliación de la gama de instrumentos:
 - Letras a 3, 6, 9 y 18 meses.
 - Obligaciones a 15 y 30 años.
 - Eurobonos denominados en divisas.
 - Notas cancelables.

Creación de una base de demandantes para los valores

- A comienzos de los 80, el escaso desarrollo de los mercados de valores y la práctica inexistencia de inversores finales (tanto minoristas como institucionales) se suplía mediante la instauración de coeficientes de inversión obligatoria para bancos y cajas.
- Entre las medidas que se implementaron destacan:
 - Creación de cuentas directas en el Banco de España.
 - Promoción de la inversión minorista (tesoro.es, publicidad, negociación de la deuda en la bolsa).
 - Creación de los fondos FONDTESORO.
 - Cambio fiscal favorable.

Creación de un mercado primario

- El mercado primario representa el mercado donde se emiten por primera vez los títulos de deuda.
 - El Tesoro, como organismo encargado de la financiación de las necesidades del Estado, coloca la deuda pública en los mercados.
 - Los principales objetivos del Tesoro son:
 - Conseguir flujos de financiación estables; y
 - Reducir su coste de financiación.
 - Distinguimos entre los agentes participantes, la organización del mercado y el procedimiento de colocación.

1. Agentes participantes

- Toda persona, física o jurídica, puede adquirir títulos de deuda pública. No obstante, *no toda persona puede intervenir de forma directa en la Central de Anotaciones para su adquisición*.
- Por ello, hay que distinguir una serie de participantes que veremos a continuación (todas estas categorías de participantes ya se mencionan en la Ley del Mercado de Valores de 1988).

○ Tesoro Público:

- Es el emisor de los valores de Deuda del Estado y como tal es el encargado de elaborar el calendario, convocar y resolver cada una de las subastas...
- Su misión es cubrir las necesidades de financiación del Estado al menor coste posible y con un riesgo limitado.

○ Banco de España: Supervisa el mercado (junto con la CNMV) y además es el organismo rector del mercado (gestiona la Central de Anotaciones)

- Titulares de Cuenta: Son entidades financieras autorizadas para adquirir y mantener deuda pública anotada en cuentas abiertas a nombre propio en la Central de Anotaciones.
- Entidades Gestoras: Pueden actuar por cuenta propia, pero también están autorizados a llevar las cuentas de aquellos que no están autorizados a operar directamente a través de la Central de Anotaciones.
- Creadores del mercado: Son un grupo reducido de entidades financieras con derechos y obligaciones especiales tanto sobre el mercado primario como sobre el secundario.
 - *Derechos*: Tener acceso a segundas vueltas, pero también muchos otros (p.ej. el ser los únicos agentes que pueden segregar los títulos de deuda que admiten segregación).
 - *Obligaciones*: Requisitos de participación mínima en las subastas y de precios ofertados.
 - Desde 1998, se permite la realización de estas actividades desde fuera de España (“creador remoto”). Es decir, se abre la posibilidad de ser “creador de mercado” a no residentes.

2. Organización del mercado

– Anotación.

- La organización del mercado se articula en torno a la **Central de Anotaciones, que recoge el registro electrónico de las emisiones**. Es un servicio gestionado por el Banco de España por cuenta del Tesoro que se introdujo en el mercado español de deuda pública en 1987, y que significó la **sustitución de los títulos físicos por anotaciones en cuenta**.
 - Este sistema facilita la tenencia y negociación en los mercados secundarios de títulos públicos, favoreciendo la financiación del Estado y agilizando la gestión de las emisiones.

– Compensación y liquidación.

- La compensación y liquidación de operaciones se realiza, desde 2003, a través de **Iberclear** (que también se encarga de la compensación y liquidación en otros mercados como los de las Bolsas).

3. Procedimiento de colocación

a) Subasta

– **Requisitos de un procedimiento de emisión:**

- Un buen procedimiento de emisión de deuda debe cumplir varias características:
 - Ser transparente.
 - Fomentar la competencia.
 - Ofrecer recursos de manera regular al menor coste posible.

– **Subasta competitiva:**

- Para ello se acabará estableciendo un procedimiento de subasta competitiva, que se sigue utilizando, con pocas modificaciones, hoy en día. La subasta del Tesoro español es una combinación de los 2 sistemas utilizados por otros tesoros:
 - Subasta holandesa: de precio único, es decir, donde se cobra a los inversores por el precio marginal.
 - Subasta americana: de precio múltiple, es decir, donde se cobra a los inversores por el precio pujado (siempre que esté por encima del marginal).

– **Procedimiento de subasta competitiva en la actualidad (4 pasos):**

- Calendario anual de subastas: El Tesoro publica un calendario anual de subastas ordinarias, con las características de los valores a subastar y los plazos en los que pueden presentarse peticiones.
 - *Subastas ordinarias*: Se celebran regularmente:
 - Al menos cada 2 semanas en el caso de las Letras.

- Al menos cada 1 mes para los Bonos.
- Al menos cada 2 meses para las Obligaciones.
- *Subastas especiales*: Fueras de las contempladas en el calendario
- *Subastas restringidas*: Para un número limitado de entidades autorizadas.
- Recepción de peticiones:
 - El Tesoro recibe las peticiones:
 - Qué valores se desean adquirir.
 - Volumen.
 - Precio (al ofrecerse un precio, se está determinando implícitamente el tipo de interés).
 - Si las peticiones no indican el precio, se trata de ofertas no competitivas.
 - *Método*:
 - El Tesoro puso en marcha a finales de los 80 un sistema de agregación de peticiones similar al utilizado por otros países desarrollados, consistente en mantener abierta una emisión hasta que se alcance un determinado volumen de peticiones.
- Con las ofertas aceptadas se calcula el *precio medio ponderado*.
- Precio de adjudicación.
 - El precio de adjudicación de las ofertas competitivas será:
 - Aquellas peticiones aceptadas que ofrecieran un precio superior al precio medio ponderado se adjudican al precio medio ponderado.
 - Aquellas peticiones aceptadas que ofrecieran un precio inferior al precio medio ponderado, se adjudican al precio ofrecido.
 - El precio de adjudicación de las ofertas no competitivas será el precio medio ponderado.

– Segundas vueltas.

- Existe la posibilidad de que el Tesoro convoque una segunda vuelta a la que exclusivamente accederán los Creadores de Mercado.
- Su *funcionamiento* se modificó en la actual crisis, quedando como sigue:
 - Se emite como máximo el 24 % del importe adjudicado en la primera subasta.
 - Los Creadores de Mercado presentan sus peticiones, y se les puede adjudicar como máximo el importe resultante de aplicar a la cantidad emitida en la segunda vuelta el llamado “*coeficiente de premio*” (que va desde el 0 % al 24 %, en función de su participación en las últimas subastas).
 - Este porcentaje podrá incrementarse para aquellas entidades creadoras de mercado que destaquen por su especial compromiso y actividad en el mercado español de deuda.

– Canjes de deuda del Estado.

- Desde 1997, el Tesoro cuenta también con una herramienta adicional para mejorar la eficiencia del sistema: los denominados “canjes de deuda del Estado”.
 - Consisten en la *sustitución voluntaria de un título antiguo* (normalmente con un plazo residual muy reducido) *por uno de los nuevos títulos emitidos, de mayor plazo y liquidez*.
 - Con esta actuación el Tesoro pretende realizar un cambio en la estructura de la deuda emitida alargando su vida media e introducir en el mercado títulos más líquidos.

b) Sindicaciones

- Suponen la colocación directa de bonos y obligaciones a la comunidad inversora a través de intermediarios financieros (*book runners*) que actúan como creadores de mercado.
- Las sindicaciones son una herramienta del mercado primario que presenta la ventaja de que permite al Tesoro identificar y seleccionar a los inversores institucionales a los que se coloca y

de esta manera, premiar a aquellos inversores que se considera que tienen un comportamiento menos oportunista y más a largo plazo.

– Ventajas:

- Al garantizar la calidad de la base inversora en la primera colocación de una referencia, el Tesoro busca un mejor comportamiento del bono y obligación en el mercado secundario.

– Inconvenientes:

- Se realiza sobre la base de un criterio subjetivo de la calidad del inversor (por lo que puede ser criticado por falta de transparencia).
- Existe una comisión por colocación, que si bien es pequeña en relación al volumen colocado, supone un coste adicional para el erario público en comparación con las subastas.

c) Venta directa

- En este caso, un creador de mercado se aproxima al Tesoro con la indicación de interés de un inversor directo que desea adquirir un volumen elevado de una referencia que le costaría encontrar un buen precio en el mercado secundario. En estas circunstancias, siempre que se identifique un potencial ahorro de costes para el Tesoro, éste dará luz verde, ya que tiene un compromiso con el buen funcionamiento del mercado secundario.
- Es menos habitual.

Desarrollo de un mercado secundario

- El mercado secundario es el mercado donde se negocian los activos del Tesoro ya emitidos.
 - Su importancia aumenta desde la reforma del mercado de valores de 1988, que reconocerá el mercado de deuda pública como mercado secundario oficial.

1. Ventajas del mercado secundario

– Vendedor:

- Le permite obtener liquidez sin esperar al vencimiento del título.

– Comprador:

- Le permite invertir en plazos distintos de los establecidos por el Tesoro (p.ej. un inversor que quiera invertir a 4 meses puede adquirir una Letra a 6 meses que hubiese sido emitida hace 2 meses).

2. Funcionamiento

– Se distinguen 4 sistemas:

- Primer escalón (entre Creadores de Mercado).

- Se trata de un **sistema mayorista** (tamaño mínimo de las operaciones de 5 millones de euros) que se crea en 1988.
- Los Creadores de Mercado hacen ofertas de precios de compra y de venta, siendo un sistema electrónico mediador el que selecciona las mejores ofertas y demandas y las cruza, por lo que se trata de un “mercado ciego”.
- Este procedimiento constituye el núcleo del mercado secundario de deuda pública, puesto que los creadores de mercado tienen entre sus obligaciones el participar activamente en este mercado.

- Segundo escalón (entre Titulares de Cuentas): Se trata de un sistema bilateral (es decir, no ciego) con carácter mayorista, en que sólo entidades expresamente autorizadas pueden operar (pudiendo recurrir a intermediarios o no hacerlo).

- Tercer escalón (segmento minorista): Se trata de un sistema de negociación entre las Entidades Gestoras y sus clientes.

- **Mercado bursátil:** La negociación se produce de forma continua y electrónica con difusión en tiempo real de toda su actividad. El tamaño mínimo de las operaciones es de 1.000 €, y es un **mercado ciego** donde se realizan operaciones al contado y a vencimiento.

3. Nuevos Instrumentos: Strips de renta fija

– Definición:

- Se trata de Bonos y Obligaciones (no se aplica a la Letras del Tesoro) que permiten la segregación de sus flujos de caja, pudiendo separar éstos en el mercado secundario.
- Así, los strips van a ser valores con rendimiento implícito (i.e. emitidos al descuento). De este modo, la segregación de un valor consiste en transformar el Bono o la Obligación en un conjunto de Letras del Tesoro a distintos vencimientos (una Letra por cada cupón y otra por el principal), que pueden ajustarse mejor a las diferentes necesidades de los inversores.

2.2.5. Mercados

Mercado primario

–

Mercado secundario

–

2.3. Mercado de renta fija privada

2.3.1. Delimitación

- El mercado de renta fija privada es aquel en el que se negocian títulos de deuda corporativa.

2.3.2. Instrumentos

- En el mercado de renta fija vamos a estudiar los siguientes instrumentos:

- i) Papel comercial.
- ii) Bonos y obligaciones a largo plazo.
- iii) Valores titulizados.
- iv) Participaciones preferentes.

1) Papel comercial

– Concepto:

- Son pagarés de empresas de reconocida solvencia (dado que se trata de pagarés sin garantía), emitidos al descuento y cuyo vencimiento es, por lo general, bastante corto (de 30 a 90 días).
 - Su objetivo es cubrir las necesidades de circulante (ya que se emiten a corto plazo).

– Tipos:

- *Pagarés seriados:* La emisión de estos pagarés se realiza siguiendo un calendario preestablecido, y puede realizarse bien mediante *subasta* o bien mediante *negociación directa*. Estos pagarés son generalmente adquiridos por intermediarios financieros (p.ej. entidades de crédito), que luego los distribuyen entre sus clientes.
- *Pagarés a la medida:* Se trata de emisiones no inscritas en la CNMV y se adjudican por *negociación directa*. Suelen recurrir a ellos emisores menos habituales (p.ej. empresas de menor tamaño).

2) Bonos y obligaciones

– Concepto:

- Los bonos y obligaciones son valores de renta fija emitidos a largo plazo: los bonos entre 3 y 5 años, y las obligaciones a más de 5 años.

– Tipos:

- Pueden tomar diferentes formas en función de elementos como su **plazo de vencimiento** (bonos si el vencimiento es inferior a 5 años, obligaciones si el vencimiento es superior), si pagan **cupones o no**, si en caso de pagar **cupones éste es fijo o variable**, si incluyen **opción de llamada**, etc.
- En cualquier caso, podemos distinguir 2 grandes categorías: aquellos que poseen una calificación crediticia de “*grado de inversión*” (hasta BBB-) y aquellos que se denominan de “*grado de especulación*”, bonos basura o *high yield* (a partir de BB+)¹⁹.

– Procedimiento de emisión:

○ *Sindicación bancaria:*

- El emisor **anuncia su interés** en una emisión, invitando a las entidades intermediarias interesadas en participar en este proceso.
- Las entidades interesadas **crean un sindicato bancario**, que designa a un **banco director** (lead-manager).
- El **prestatario negocia** con el banco director de la emisión las **condiciones** de dicha emisión (precio, tipo, etc.), en función de las necesidades del prestatario.
- Despues, se forman **2 grupos** de entidades ligadas a la emisión:
 - *Entidades aseguradoras*, que garantizan la colocación de la emisión en las condiciones fijadas. Es decir, se comprometen a proveer el volumen de fondos requeridos por el prestatario en caso de no colocarse la totalidad de la emisión entre inversores finales.
 - *Entidades de venta*, que intentan colocar los valores entre los inversores finales sin comprometerse a ello.

○ *Subastas (menos habitual en el mercado nacional):*

- Se trata de **subastas competitivas**, generalmente abiertas a una serie de **entidades predeterminadas**.
- El emisor recibe ofertas y procede a **ordenar las ofertas por precio y fija** un nivel mínimo: **el precio marginal**.
- **Por encima** de dicho precio marginal, todas las ofertas son adjudicadas al **precio ofrecido**, y **rechazadas** las ofertas con precios **inferiores al marginal**.

3) Valores titulizados

– Concepto:

- Se trata de valores no negociables que tras un proceso de titulización vía un vehículo especial de inversión (fondo de titulización) se convierten en activos negociables en mercados secundarios.

19

Rating de la deuda a largo plazo				
	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Grado de inversión				
Aaa	AAA	AAA	AAA	
Aa1	AA+	AA+	AA (high)	
Aa2	AA	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	AA (low)	
A1	A+	A+	A (high)	
A2	A	A	A	
A3	A-	A-	A (low)	
Baa1	BBB+	BBB+	BBB (high)	
Baa2	BBB	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	BBB (low)	
Ba1	BB+	BB+	BB (high)	
Ba2	BB	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	BB (low)	
B1	B+	B+	B (high)	
B2	B	B	B	
B3	B-	B-	B (low)	
Caa1	CCC+	CCC+	CCC (high)	
Caa2	CCC	CCC	CCC	
Caa3	CCC-	CCC-	CCC (low)	
Ca	CC	CC	CC (high)	
C	C	C	CC	
	D	D	CC (low)	
			C (high)	
			C	
			C (low)	
			D	
Especulación con riesgo				

– Tipos:

- *Titulización hipotecaria:* Si los activos de respaldo de las emisiones son activos hipotecarios.
- *Fondos de titulización de activos:* Si los activos de respaldo de las emisiones son otros activos como por ejemplo préstamos a empresas.

– Funcionamiento:

- *Paso 1:*
 - Una entidad de crédito concede un préstamo a una empresa.
 - Ésta pagará periódicamente un tipo de interés y el principal al vencimiento.
- *Paso 2:*
 - La entidad financiera puede crear un SPV para la titulización del préstamo a la empresa.
- *Paso 3:*
 - Ahora bien, el SPV necesita dinero para la compra de dicho préstamo. Es por ello que emite bonos que son comprados en el mercado financiero por inversores a cambio de los cuales obtendrá la financiación necesaria para comprar el préstamo del banco.

– Efectos positivos:

- *Para el banco* no es muy deseada debido a su nivel de riesgo. La titulización le permite intercambiar el préstamo por efectivo reduciendo así el riesgo en su balance.
- *Para el inversor*, favorece la diversificación de su cartera.
- *Para la empresa*, incentiva el crédito bancario hacia un tipo de empresa que normalmente no tiene un fácil acceso al mismo.

4) Participaciones preferentes

– Concepto:

- Se trata de un producto híbrido que combina características de renta fija y de renta variable.

– Características:

- Son productos que *forman parte del capital social del emisor*, pero no gozan de los derechos que otorgan las acciones (no tienen derechos de voto, ni derecho de suscripción preferente, etc.).
- Dado su *carácter perpetuo*, para recuperar la inversión hay que venderlas en el mercado secundario (exponiéndose al riesgo de que la cotización haya disminuido).
- En caso de *liquidación* de la sociedad emisora, las participaciones preferentes tienen prioridad de cobro ante las acciones ordinarias, pero se sitúan por detrás de los acreedores.
- Las participaciones conceden a sus titulares una *remuneración predeterminada*, ya sea fija o variable, pero *condicionada* a la existencia de beneficios suficientes distribuibles en la entidad emisora (de forma que si la entidad emisora no tiene beneficios, los partícipes no obtienen rentabilidad).

COCOS?

2.3.3. Agentes

–

2.3.4. Mercados

Mercado primario

- La utilización de subastas es marginal, siendo las sindicaciones y ventas directas la forma más común de colocación en el mercado primario.
 - La diferencia entre el funcionamiento del mercado de deuda pública y el mercado de renta privada reside en la naturaleza de la emisión:
 - En el caso del mercado de *deuda pública* hay un único emisor con unas necesidades voluminosas y regulares que le permiten la sistematización de las fórmulas de emisión.

- En el caso del mercado de *renta fija privada* se produce una dispersión de emisores con necesidades de financiación puntuales e irregulares, que hacen que se prefieran fórmulas de colocación *ad hoc*.

Mercados secundarios

AIAF: Asociación de Intermediarios de Activos Financieros

– Definición:

- El mercado secundario de la renta fija más importante en España es el mercado oficial de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF).

– Características:

- Organizado. En la práctica funciona como un mercado donde los participantes se comprometen a respetar una serie de reglas de funcionamiento. Aún así, las transacciones se desarrollan con un alto grado de flexibilidad.
- Oficial.
- De ámbito nacional.
- Mayorista.

– Instrumentos:

- Actualmente, en el AIAF pueden negociarse todo tipo de títulos.
- Excepciones:
 - Los *bonos convertibles*, que son exclusivos del mercado de renta fija de la Bolsa.
 - Los *títulos de deuda pública*, que sólo se negocian a través del mercado de deuda anotada.

Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

- Mercado secundario creado en 2013 para la canalización de recursos de renta fija principalmente para pymes.
 - Los requisitos de acceso a este mercado son más flexibles que los existentes en los mercados oficiales regulados y permiten una mayor agilidad y menor coste en la tramitación de las emisiones. Se negocian valores a corto plazo (como los pagarés) y a medio y largo plazo (como los bonos, que, a su vez, pueden ser simples o de titulización).

2.3.5. Evolución

Bonos verdes

- Finalizamos con un instrumento financiero en auge durante los últimos años: los denominados **bonos verdes** correspondientes a las *nuevas finanzas sostenibles*.
 - Se trata de un tipo de emisiones cuyos fondos se destinan a financiar proyectos en las áreas relacionadas con el medioambiente.

Beneficios para las empresas

- Los bonos verdes no salen a un precio muy diferente que otros bonos del mismo emisor pero ofrecen varias ventajas:
 - Dan acceso a un *nuevo perfil de inversores*.
 - Conllevan un *impacto fuerte en imagen institucional*.
 - Ofrecen a menudo una *mejor liquidez del bono en el mercado secundario*.

Experiencia en España

- En España tanto el sector privado como el sector público han llevado a cabo desde muy recientemente emisiones de bonos verdes.
- Sector privado:
 - BBVA:
 - Desde 2007 la entidad ha asesorado y colocado emisiones por un importe nominal superior a los **25.000 millones de euros**.

- Pero además, el banco presentó en 2018 su estrategia para alinear progresivamente su actividad con el Acuerdo de París y entre sus propósitos se encuentran movilizar hasta 2025 un total de 100.000 millones de euros en financiación verde, infraestructuras sostenibles y agribusiness entre otros.

- *Iberdrola:*

- Iberdrola emitió en **abril de 2014** su **primer un bono verde** y cuenta actualmente con más de **9.500 millones de euros de bonos verdes emitidos**. Estos se han destinado de forma mayoritaria a proyectos de energía y acción climática.
- Su **última colocación** se realizó el pasado mes de febrero y ascendió a **800 millones de euros en bonos híbridos verdes**, aunque la demanda multiplicó por más de 6 veces la oferta.

- *Otras empresas:*

- En España, junto a BBVA e Iberdrola se encuentran también activos en este tipo de activos *Red Eléctrica y Naturgy*.

- *Sector público:*

- *ICO:* En España, el **ICO** lanzó en abril de 2019 su **primera emisión de bonos verdes** por importe de **500 millones de euros** (con una demanda superior a 3.400 millones) para financiar acciones contra el cambio climático.
- *Gobierno Vasco:* También en abril el Gobierno vasco emitió bonos sostenibles por importe de **600 millones**.
- *Comunidad de Madrid:* En febrero la Comunidad de Madrid emitió bonos verdes por valor de **1250 millones de euros** (la quinta de ese tipo que hacía la Administración desde 2016).

Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles

- Mucho de eso tiene que ver con el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles impulsado por la Comisión Europea en 2018 como parte de los esfuerzos por potenciar el papel de las finanzas en construir una economía que permita alcanzar los objetivos del Acuerdo de París y de la agenda de la UE para el desarrollo sostenible.

El año 2021, año récord de emisiones ESG

- Sostenibilidad es una de las palabras clave para resumir 2021 en los mercados de renta fija. *La pandemia ha potenciado el interés* inversor por los ESG, pues estos activos constituyen un vehículo fundamental de la recuperación sostenible UE:
 - El plan de recuperación UE, tiene 2 prioridades fundamentales: digitalización y sostenibilidad. En la financiación de los fondos NGEU, las *emisiones de bonos verdes* van a tener un rol principal.
 - El Covid-19 ha provocado una serie de situaciones que también van a precisar de más *financiación social*.
 - La pandemia ha tenido efectos muy negativos en determinadas regiones, sectores económicos y grupos sociales que se enfrentan a una reconstrucción de sus tejidos empresariales y sociales.
- *Como resultado de todos estos vectores, 2021 fue un ejercicio récord de emisiones de renta fija ESG.*
 - A nivel global, se estima que la emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles habría alcanzado a cierre de 2021 el billón de dólares, casi el doble que el año anterior, lo que supone su máximo histórico.
 - La fuerte demanda por los activos ligados a factores ESG ha hecho que los emisores puedan acudir al mercado a financiarse con ellos de forma muy competitiva e, incluso, en condiciones financieras más interesantes y plazos más largos que en los activos tradicionales.

- Hitos en España

- En España, una de las principales potencias mundiales en emisiones ESG, 2021 ha dejado también varios hitos de gran relevancia
 - Emisión del primer tramo de bonos verdes por parte del Tesoro, por 5.000 M €. La colocación tuvo una sobredemanda que superó en más de 12 veces el importe objetivo de emisión.
 - Distintas CCAA continuaron activamente con sus programas de emisión sostenibles.
- En bonos sociales, destaca la admisión a cotización en AIAF del octavo bono social del ICO, cuyos fondos están destinados a financiar proyectos de autónomos, pymes y empresas españolas con un impacto social positivo y que contribuyan a impulsar la recuperación y el crecimiento económico sostenible.
- El sector privado español es líder en la emisión y desarrollo de instrumentos de financiación sostenibles.
 - Las empresas de menor tamaño también han abrazado los criterios de sostenibilidad.

2.4. Mercado de renta variable (mercado bursátil)

2.4.1. Delimitación

- Los instrumentos de renta variable se caracterizan por ser instrumentos que dan derecho a percibir una serie de flujos que, al estar ligados a la marcha de una empresa, son necesariamente variables en su configuración.
 - El **mercado bursátil** tiene por objeto la negociación de acciones o valores convertibles en ellas y de cualquier otro activo que determine la CNMV. Por ejemplo, los bonos convertibles cotizan en el mercado bursátil.

2.4.2. Instrumentos

- Entre los **instrumentos** negociados en el mercado bursátil se encuentran:

- Acciones: Son aquellos títulos que representan una parte alícuota de la propiedad de una empresa.
 - La renta no es periódica y no es constante, y se materializa en dividendos que dependen de la evolución económica de la empresa y de las decisiones de los directivos.
 - Otorgan derechos económicos y políticos.
 - Conviene resaltar que en el mercado español no sólo cotizan acciones españolas, ya que existe libertad de emisión siempre y cuando se respeten los procedimientos y reglas para la emisión en España y la sujeción a la supervisión de la CNMV. En España es particularmente relevante la emisión de acciones de grandes empresas latinoamericanas, ya que el mercado español ofrece la posibilidad de emitir en euros con un marco legal estable y conocido con acceso a una mayor base de inversores. Estos valores constituyen el llamado LATIBEX.
- Exchange Traded Funds (ETFs): Son fondos que invierten en una cartera de valores con la peculiaridad de que la participación en dichos fondos cotiza en el mercado bursátil, negociándose y liquidándose exactamente igual que las acciones.
 - Los ETF son los productos de inversión de gestión pasiva por excelencia. Es habitual que la cartera de valores que componen su patrimonio replica a algún índice de referencia existente (IBEX35, EuroStoxx50, Nasdaq100, etc.). Así, los ETF permiten garantizar al inversor el mismo comportamiento que el índice escogido.
 - La segunda característica de los ETF es la liquidez. Como las participaciones en los fondos cotizan en el mercado secundario bursátil, es muy rápido y económico deshacer posiciones en el fondo.
- Warrants: Son derechos de compra de acciones a un precio establecido. En su origen, los warrants españoles se ligaban a emisiones de deuda corporativa, que se emitía

conjuntamente con un volumen de warrants adheridos a la emisión con el fin de abaratar el coste de la deuda. Por su evolución histórica y el mercado de negociación se suele estudiar junto con los instrumentos de renta variable, si bien por sus características financieras es más bien un instrumento derivado.

2.4.3. Agentes

– Dentro del mercado bursátil distinguimos:

- La **bolsa de valores** dividida a su vez en:

- IBEX-35.
- Mercado continuo.
- Latibex.

- El Mercado Alternativo Bursátil (**MAB**).

- Mercado de Fondos Cotizados.

– Los agentes participantes en el mercado secundario de renta variable son:

- Bolsas y Mercados Españoles (BME):

- Las 4 bolsas de valores españolas (i.e. Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao).
- *Sociedad de Bolsas, SA*, que se encarga de la gestión y funcionamiento del SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español) que representa la **plataforma de contratación actual**, que **interconecta las 4 bolsas**, creando de este modo un mercado único integrado.
- Iberclear y BME Clearing, encargados del registro, compensación...

- Intermediarios

- Inversores

- CNMV: Que supervisa el mercado.

2.4.4. Mercados

Mercado primario

▪ En el mercado primario es posible la emisión de valores (previo registro en la CNMV), siempre con apoyo de bancos colocadores o *book runners*.

– Oferta Pública de Venta (OPV):

- Colocación directa de acciones normalmente mediante gran distribución. Normalmente, las OPV se reservan para colocaciones iniciales de capital de sociedades, que inmediatamente pasan a estar cotizadas.

- Las empresas tienen que alcanzar unos requisitos mínimos de tamaño y actividad para que resulten suficientemente atractivas para una cantidad suficiente de inversores. Si la empresa satisface estos requisitos, la decisión depende de la comparación de costes y beneficios de la cotización en bolsa.

- Temporalmente, el proceso de la OPV consta de las siguientes fases:

- Decisión por parte de la junta general de accionistas.
- Envío de la documentación a la CNMV.
- Fijación de banda de precios por parte de la compañía.
- Petición de demanda.
- Fijación de precio y venta.

- Valoración:

- (+)

- Permite a las empresas acceder a una nueva forma de financiación.
- Aumenta el prestigio.

- (-)
 - Costes directos: consultoría, abogados, auditores, comisiones por la colocación, divulgar la información (publicación de balances y cuenta de resultados...), etc.
 - La diferencia respecto a la Ofertas Públicas de Suscripción de acciones (OPS) radica en que estas últimas se destinan a ampliar capital y dar acomodo a nuevos accionistas, mientras que la OPV está dirigida a la venta del capital por parte de los accionistas originales.
- Accelerated bookbuilding (ABB):
 - Colocación directa y acelerada de acciones a inversores institucionales.
 - Son operaciones que se ejecutan en una jornada sobre la base de precio de cierre del mercado con un descuento.

Mercados secundarios

- La negociación se realiza en bolsas de valores (mercados organizados).

Bolsa de Valores

- En España, la negociación de acciones mediante un sistema electrónico comienza en 1989.
 - Dicho sistema es administrado por Sociedad de Bolsas S.A., sociedad participada por las 4 bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). En 1995 se procedió al cambio de la plataforma técnica de contratación por el actual Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).
 - Se trata de un mercado continuo dirigido por órdenes, con información en tiempo real en pantallas y difusión automática de la información de la contratación.
 - Las características más importantes del mercado son:
 - Es un mercado *dirigido por órdenes*, lo que significa que los operadores introducen en el sistema un volumen de demanda a un precio determinado. Las órdenes se ordenan por precio y se ejecutan mientras haya contrapartida dispuesta a tomar la posición contraria a dicho precio. Si no se puede ejecutar la orden, queda almacenada en el libro de órdenes hasta encontrar contrapartida.
 - *Órdenes limitadas*: Son órdenes a ejecutar a su precio límite o mejor. Si es de compra, se ejecutará a ese precio o a un precio inferior que haya en el lado contrario del libro de órdenes. Si es de venta, se ejecutará al precio límite o a un precio superior que haya en el lado contrario del libro de órdenes.
 - *Órdenes por lo mejor*: Se ejecutarán al mejor precio de contrapartida en el momento en que se realiza la orden²⁰.
 - *Órdenes de mercado*: Es un tipo de orden en la que no se especifica el límite de precio y negociará a los mejores precios del lado contrario del libro de órdenes al ser introducida.
 - Existencia de un *precio único* en cada valor para las 4 Bolsas españolas. Con información en sus pantallas y difusión automática de precios de compra y venta en cada momento.
 - *Contratación continua*: 8 horas y media de contratación abierta (09:00-17:30), durante las cuales se introducen órdenes y se ejecutan negociaciones.
 - *Subastas de apertura y cierre*: Son períodos en los que se pueden introducir órdenes pero no se ejecutan negociaciones y el sistema calcula en tiempo real un precio de equilibrio entre oferta y demanda.

²⁰ Por ejemplo, vemos que Banco Santander está cotizando a 5,30 € y queremos comprar a ese precio. Si lanzamos una orden por lo mejor para comprar 1.000 acciones, estas deberían de comprarse de inmediato, al mejor precio que hubiera en ese momento. Si a ese mejor precio solo hubiera por ejemplo 500 acciones, se nos comprarían esas acciones y las 500 restantes, se quedarían esperando en ese precio, hasta que hubiera más títulos disponibles.

– En la Bolsa de Valores distinguimos entre:

- Ibex-35: Está formado por las **35 empresas con mayor liquidez** de entre las que cotizan en las **4 bolsas españolas**. Utiliza pesos ponderados para cada empresa en función de su capitalización bursátil, de manera que no todas las empresas tienen el mismo peso.
- Mercado continuo: Está formado por el resto de empresas cotizadas.
- Latibex: Mercado bursátil para valores latinoamericanos que cotizan en euros y están sujetos a la legislación española.
- Ventajas:
 - A los inversores europeos, les permite comprar y vender valores iberoamericanos en un único mercado, una única divisa y con unos estándares de seguridad y transparencia homogéneos.
 - A las empresas latinoamericanas les facilita el acceso al mercado europeo de capitales.

– En la Bolsa de Valores se realiza en torno al **95 % de las operaciones** las cuales se dividen en:

- *Operación principal*: Operaciones ciegas donde las órdenes de oferta y de demanda se implementan en el SIBE para posteriormente cruzarse de forma automática.
- *Operaciones especiales*: Sólo se realizan operaciones autorizadas que cumplan determinadas condiciones (p.ej. superar los 300.000 €).
- *Operaciones de bloque*: El mercado en bloque es un mercado destinado a operaciones de gran envergadura (importe mínimo de 600.000 €), que por sus características no son fáciles de realizar en la contratación principal.

Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

- El MAB se diferencia de la Bolsa de Valores en que va destinado a compañías con menor capitalización en bolsa que las grandes compañías.
- Además de las empresas en expansión, en el MAB cotizan otro tipo de compañías como las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable), las SOCIMI (Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario) o las ECR (Entidades de Capital Riesgo).

Mercado de Fondos Cotizados (ETFs)

- Los fondos cotizados, o ETFs (Exchange Traded Funds) son instrumentos de inversión que intentan replicar la evolución de un índice bursátil o de una cesta de valores.

2.5. Mercado de derivados

2.5.1. Delimitación

- Los **productos derivados** son instrumentos financieros cuyo valor de cotización depende de otro activo (el llamado “activo subyacente”).
- La **importancia** de los mercados derivados, radica en que, por una parte, ofrecen una herramienta de aseguramiento para cubrir un riesgo financiero, pero también puede ser una opción de especulación para inversores que quieren asumir una posición clara respecto a la dirección que va a tomar el mercado o algún indicador financiero, ya que permite apalancar posiciones fácilmente y niveles de exposición elevados.

2.5.2. Instrumentos

- Podemos **clasificar** los derivados financieros de la siguiente manera:
 - Un *futuro financiero* es un contrato realizado en un mercado organizado por el que las partes acuerdan hoy la compraventa futura de una cantidad concreta del activo subyacente a un precio convenido de antemano.
 - Una *opción financiera* es un contrato que da a su comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender bienes o valores (el activo subyacente), a un precio determinado (strike) en/hasta una fecha concreta (vencimiento).

2.5.3. Mercados

Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieras (MEFF)

- En este mercado se negocian, compensan y liquidan (i.e. el MEFF también actúa como cámara de compensación y de liquidación, MEFFCLEAR) futuros y opciones sobre diferentes activos subyacentes (los principales son sobre bonos del Estado y sobre el índice IBEX-35, pero también hay otros sobre acciones individuales).
 - MEFF es la sociedad rectora del mercado oficial de bienes opciones y futuros. De nuevo, la sociedad rectora, dentro del marco normativo, define las reglas de funcionamiento del mercado oficial de derivados y administra y gestiona la plataforma de negociación.
 - La cámara de negociaciones es *BME clearing*, que garantiza que a vencimiento, las contrapartidas cumplirán con sus obligaciones.

Mercados de futuros con activos subyacentes reales

- En España también existe desde 2004 un **mercado de futuros sobre activos subyacentes reales**: el Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO), con sede en Jaén.
 - Hasta 2003 también existió en España otro mercado de futuros sobre los *cítricos*, con sede en Valencia.

2.6. Mercado de divisas

- El mercado español de divisas comenzó a funcionar en **1959** después de que el Plan de Estabilización permitiese la cotización de la peseta.
 - La **supervisión** del mercado de divisas español es competencia del **Banco de España**.

3. CUESTIONES MÁS ACTUALES

3.1. Reglamento de criptoactivos UE (Markets in Crypto Assets Regulation, MiCA)

- Por primera vez, la UE establece un marco normativo para los criptoactivos, sus emisores y sus proveedores de servicios, con entrada en vigor en junio de 2023.
 - Abarca los emisores de criptoactivos no respaldados por activos y las denominadas «criptomonedas estables», así como los centros de negociación y los monederos electrónicos en los que estos se almacenan.
- Objetivo:
 - Este marco regulador *protegerá a los inversores en criptoactivos*.
 - *Asegurará la estabilidad financiera*, al mismo tiempo que se facilita la innovación y se fomenta el atractivo del sector de los criptoactivos.
 - Esto aportará mayor claridad en la UE, dado que algunos Estados miembros ya cuentan con una legislación nacional para los criptoactivos, pero hasta el momento no ha existido ningún marco normativo específico a escala de la UE.
- Medidas:
 - Libro blanco sobre características: riesgo, huella carbono...
 - Reservas 100 % en *stablecoins*.
 - Definición de responsabilidad a proveedores de servicios...

3.2. Impuesto sobre Transacciones Financieras (Tasa Tobin)

- Grava a aquellas empresas con ingresos anuales de más de 750 millones de euros y con ingresos en España superiores a los 3 millones de euros, dirigiéndose a servicios de publicidad en línea, servicios de intermediación en línea y la venta de datos generados a partir de información proporcionada por el usuario durante su actividad o la venta de metadatos.
- En España, el ITF se fijó en el 0,2 % y en 2021 sólo se recaudó el 17 % de lo previsto por el Gobierno para el conjunto del año.

– Acuerdo OCDE: En 2020, 136 países (UE incluida), alcanzaron un acuerdo sobre un paquete de 2 pilares para la reforma del marco fiscal internacional, que entrará en vigor en 2023.

○ 1^{er} pilar:

- Incluye a las multinacionales con ingresos globales superiores a los 20.000 M€ y una rentabilidad por encima del 10 %, excluyendo petroleras y mineras y las de sociedades financieras reguladas.
- El marco fiscal asignará los ingresos a las jurisdicciones donde se consuman los bienes o servicios vendidos. Posteriormente, los beneficios en exceso de ese 10 % (hasta un 25 % máximo) se asignarán a las diferentes jurisdicciones usando el reparto de ingresos con el objetivo de que queden sujetos a tributación.

○ 2^o pilar:

- Abarcará a las empresas que facturen 750 millones de euros o más a nivel global e incluye que el tipo mínimo del IS sea del 15 % en todas las jurisdicciones adheridas al acuerdo.

3.3. Las emisiones dejan de ser terreno exclusivo para las grandes empresas

– Las pymes han tenido tradicionalmente un menor acceso a financiación a través de los mercados de capitales debido a la alta carga regulatoria de la información al supervisor y al mercado.

○ Las pymes son las que más han sufrido la pandemia. En general, por su menor robustez, son las más frágiles cuando aparecen dificultades económicas extraordinarias. Ampliar las alternativas de financiación, para estas necesidades o para su evolución normal de crecimiento, es aumentar sus posibilidades de supervivencia.

– Así, uno de los principales retos para la recuperación es conseguir que tengan acceso efectivo a fuentes de financiación alternativas:

○ Cobran especial relevancia en nuestro país las medidas aprobadas por los reguladores para diversificar las fuentes de financiación de las pymes, fomentar la emisión de bonos y acciones por estas en los mercados públicos y así reducir la dependencia de los préstamos bancarios.

○ Así, se han atenuado las exigencias normativas de las emisiones en mercados de pymes en expansión con respecto a las aplicables en otros mercados,

- la mayoría de las obligaciones regulatorias se aplicaban de igual forma a todos los emisores, con independencia de su tamaño o el centro de negociación.
- Un ejemplo claro ha sido la definición de un nuevo folleto normalizado y simplificado para este tipo de empresas.

– Respecto a los mercados de renta fija, en los últimos meses, se han modificado ciertas normas para incentivar las emisiones por las empresas para reunir capital y superar la crisis del covid-19.

○ En la UE, en 2021, entró en vigor la Directiva “Quick Fix”.

- Modifica MiFID II para eliminar ciertas obligaciones de gobierno de producto con el objetivo de impulsar la emisión de bonos.
- Las obligaciones anuladas exigían a los fabricantes y distribuidores de productos financieros identificar el mercado objetivo de los productos y la estrategia de distribución o el servicio de inversión por el que recomendaba comercializarlos.
- En consecuencia, la distribución de productos como los bonos se habían frenado drásticamente. El propio regulador detectó esta debilidad del mercado y ha eliminado las obligaciones de gobernanza de productos en la emisión y distribución de los bonos que no tengan más derivados implícitos que una cláusula de reintegración, al tratarse de productos sencillos y seguros, aptos para cualquier tipo de inversor.

- En la UE, esperamos nuevos cambios regulatorios
 - En 2021, el grupo de expertos técnicos de pymes de la Comisión Europea emitió un informe titulado 'Making listing cool again' ('Hagamos que la cotización vuelva a molar'), en el que se puede entrever la intención de la CE de seguir eliminando restricciones y dificultades de acceso a estos mercados para las empresas.
- En España, para agilizar la admisión de las emisiones de renta fija en mercados regulados, se ha propuesto suprimir la participación de la CNMV, de modo que sea solo la sociedad rectora del mercado la que compruebe los requisitos de admisión.
- En España, una de las prioridades del 'Marco estratégico en política de PYME 2030' es flexibilizar los requisitos y aumentar las ventajas del acceso a la financiación en los mercados.
 - No se trata de contraponer la financiación bancaria a la emisión de bonos o la financiación participativa. Pueden ser complementarios.

3.4. Directiva "Quick Fix" que modifica aspectos de MiFID II

- Justificación de la modificación:
 - MiFID II, en vigor desde hace poco más de 2 años, actúa en aspectos muy relevantes de la industria en un contexto del siglo XXI, pero la pandemia ha trastocado el entorno para el que estaba regulado.
- Las modificaciones aprobadas se focalizan en reducir la complejidad regulatoria y los costes de cumplimiento normativo de las empresas de servicios de inversión y eliminar las distorsiones de la competencia.
 - Siempre que siga primando el objetivo principal de MiFID II: la protección de los inversores.

CONCLUSIÓN

- **Recapitulación (Ideas clave):**
 - A lo largo de la exposición hemos detallado la organización y el funcionamiento de los mercados financieros españoles.
 - Así, hemos visto que se trata de un sistema en constante evolución, altamente regulado y cada vez más influido por la normativa comunitaria en la materia, que trata de armonizar la regulación de todos los Estados miembros.
 - En este sentido, el sistema financiero español se inscribe dentro de la Unión Bancaria Europea y caben destacar las Directivas referentes a los mercados financieros, MiFID I (2007) y MiFID II (2014) traspuestas a la normativa nacional, y que afectan a la forma en que las entidades asesoran o venden productos financieros a sus clientes.
- **Relevancia:**
 -
- **Extensiones y relación con otras partes del temario:**
 - No obstante, cabe destacar que los mercados no regulados (OTC) concentran una operativa sustancial, en especial en el caso de los instrumentos derivados, donde toman un papel relevante los bancos de inversión y donde la ventaja sería contratos más a medida entra las partes, pero con mayor riesgo de contrapartida y con falta de liquidez por la falta de estandarización de los contratos.
 - Además, por otro lado, hay que destacar la dimensión europea en los mercados financieros españoles a través de la transposición de las Directivas MiFID que afectan a la forma en que las entidades asesoran o venden productos financieros a sus clientes.
- **Opinión:**
 -

■ Idea final (Salida o cierre):

- En definitiva, a raíz de la crisis de la Covid-19 y siguiendo a SEBASTIÁN ALBELLA tenemos que estar con las luces en ámbar por lo que pueda pasar en los mercados financieros. Hay que evitar que una crisis sanitaria se traslade a una crisis financiera o más particularmente a una crisis bancaria. El sector financiero sí llega más preparado, pero ante la posibilidad de una segunda ola, los organismos reguladores deberán estar atentos para evitar un *credit crunch* y permitir que el ahorro se canalice hacia la inversión productiva para favorecer el crecimiento económico o en este caso más bien para favorecer que las empresas solventes no tengan problemas financieros en estos tiempos que pueden ser duros.

Bibliografía

Tema María Palacios Carrere

Tema Juan Luis Cordero Tarifa

Luis Rodríguez, Antonio Calvo, José Alberto Parejo y Álvaro Cuervo: *Manual de Sistema Financiero Español*, 21^a edición (2008).

Elvira Martínez Chacón: *Economía española*, 2009.

Tamames: *Economía española*.

Preguntas de otros exámenes

—

Anexos

A.1. Anexo 1: