
El mercado de valores español: financiación, transparencia y eficiencia

Beatriz Alejandro Balet

Resumen: El mercado de valores español es hoy una parte fundamental de su sistema financiero que cumple con la importante función de valorar y canalizar fondos desde los agentes que tiene una capacidad de ahorro hasta los que tienen una necesidad de financiación. Para ello, cuenta con una diversidad de infraestructuras y activos de renta variable, renta fija pública y privada, y productos derivados, así como los correspondientes sistemas de compensación, liquidación y registro. Su estructura actual, resultado de un trascendental proceso de transformación iniciado en los años 80, permite realizar esta operativa en los términos de transparencia, liquidez y eficacia necesarios, además de contar con una flexibilidad imprescindible para adaptarse a un entorno rápidamente cambiante.

Palabras clave: mercados de valores; productos financieros; bolsas de valores; deuda pública; deuda corporativa; futuros y opciones; sistemas de compensación, liquidación y registro.

Códigos JEL: G10; G15.

1. Introducción

El mercado de valores español, parte fundamental de su sistema financiero, es hoy un amplio conjunto de sistemas de negociación, instituciones, instrumentos, intermediarios, sistemas técnicos, operativos y de organización, que no pueden ya entenderse fuera de su contexto europeo y global, que han alcanzado un nivel de desarrollo y complejidad muy importante, y que cumplen de manera eficiente y satisfactoria su papel en la valoración y canalización de financiación a distintos plazos a través de instrumentos y títulos desmaterializados, que mayoritariamente se negocian a través de mercados regulados.

La estructura actual, diseñada para soportar volúmenes de transacciones crecientes, ha alcanzado un grado de flexibilidad importante que le permite adaptarse y afrontar con garantías los rápidos cambios regulatorios y tecnológicos que se están produciendo en los sistemas económicos y financieros mundiales, especialmente a partir de la crisis que comenzó en el verano de 2007, que no ha finalizado en 2011, y que dejará huella como uno de los períodos más negativos y complejos de la historia. El hecho de que prácticamente todos los mercados financieros, monetarios, crediticios y de valores e instrumentos financieros, regulados y no regulados, se hayan visto sometidos a tensiones de liquidez y de valoración de una magnitud sin precedentes ha puesto de manifiesto el importante papel que en las economías avanzadas cumplen los mercados de valores regulados a la hora de proporcionar informa-

ción sobre los precios de los activos y proveer liquidez en condiciones normales y extremas.

Los mercados de valores son uno de los ámbitos en los que la transformación cultural, social y económica que España ha protagonizado en los últimos 25 años se ha hecho más visible e intensa. El mercado de valores se ha convertido a lo largo de las últimas décadas en un pilar esencial del desarrollo económico de España por su capacidad de canalizar importantes volúmenes de financiación a través de mecanismos que han ido mejorando en términos de transparencia, liquidez y eficacia.

Como reflejo reciente de la dimensión alcanzada por los mercados de valores españoles, en una economía cuyo Producto Interior Bruto (PIB) se situaba en 2010 en 1,05 billones de euros, sirva apuntar que al cierre del año 2010 se encontraban admitidas a cotización en el mercado bursátil acciones por valor de 1,1 billones de euros y se negociaron en el conjunto del año casi 900.000 millones de euros.

La actividad en los mercados europeos de renta fija ha sido muy intensa y, en esa línea, la contratación en la plataforma electrónica de deuda pública de Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha experimentado un notable incremento en este año, hasta alcanzar un volumen total de 236.274 millones de euros, un 72 por ciento más que en 2009. El mercado de deuda corporativa ha mostrado un razonable nivel durante el año 2010, aunque los emisores han encontrado más dificultades para colocar sus títulos que en años precedentes. Por ello, del número

de emisiones registradas, la mayoría de ellas lo han sido por importes o volúmenes inferiores a los de ejercicios anteriores. El volumen anual negociado en el mercado de deuda corporativa de BME se situará ligeramente por encima de los 3 billones de euros en 2010. El mercado primario cerró el año con un volumen total de admisiones a negociación de 223.444 millones de euros, que situó el saldo vivo en 850.186 millones de euros, ligeramente menor, un 2,4 por ciento, al existente un año antes. También el mercado español de futuros y opciones vivió en 2010 un ejercicio importante en términos de contratos negociados, con 70 millones.

El último gran cambio legislativo vivido por los mercados de valores españoles se produce a finales de la primera década del siglo XXI, como consecuencia de la aplicación de la directiva comunitaria de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que modifica sustancialmente la estructura y el funcionamiento de los mercados de valores españoles y europeos. A partir de la Directiva, emerge un nuevo entorno regulatorio de la negociación de valores e instrumentos financieros, que se caracteriza por la apertura a una mayor competencia y en el que los mercados regulados conviven con otras figuras de nueva creación, entre las que destacan los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN). La MiFID reconoce a los mercados regulados como los mercados de instrumentos financieros por excelencia, mercados de referencia, y establece estrictos requisitos para autorizar, tanto los mercados regulados como sus operadores e intermediarios. En el caso del mercado de valores español, la transposición de la directiva comunitaria a la legislación nacional se concretó en la publicación de la ley 47/2007, pilar fundamental de la estructura legal del actual mercado de valores.

Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales. Actualmente se consideran mercados secundarios oficiales de valores las Bolsas de valores, el mercado de deuda pública en anotaciones, el mercado de futuros y opciones (MEFF) y el mercado de renta fija (AI AF).

En el mercado de valores español existen otros mercados específicos como el mercado para valores latinoamericanos (LATIBEX) o el mercado alternativo bursátil (MAB), ambos para valores con características especiales. El MAB cuenta con segmentos diferenciados para empresas en expansión de pequeña y mediana capitalización, para sociedades de inversión de capital variable (SICAVs), para empresas de capital riesgo (ECRs) y para sociedades de inversión libre (Hedge Funds). La contratación que tiene lugar en todos estos mercados se realiza a través de sistemas

multilaterales de negociación de carácter electrónico.

En el ámbito corporativo, Bolsas y Mercados Españoles (BME) es la compañía que desde el año 2002 gestiona los principales mercados de valores regulados en España, así como otros sistemas multilaterales de negociación. BME integra en una única compañía las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF), el Mercado de Renta Fija (AI AF) e Iberclear, el sistema de registro, compensación y liquidación de valores.

Además de los mercados regulados y los específicos para determinado tipo de valores, en el marco de la nueva regulación en el mercado español operan en competencia Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) en su mayoría de ámbito europeo que negocian, tanto acciones españolas admitidas en mercados regulados como valores de deuda pública anotada.

En resumen, la evolución del sistema financiero español, entre los años 80 y el final de la primera década del siglo XXI, se enmarca en parámetros de creciente complejidad e importancia, y en un paulatino proceso de «desintermediación financiera», término que hace referencia a la progresiva sustitución de la actividad intermediaria tradicional de las entidades de crédito por la financiación directa a través de los mercados de valores.

Esta situación refleja la transición desde un modelo de sistema financiero en el que el papel preponderante y casi único en la financiación lo desempeñaban los intermediarios crediticios bancarios («banking-oriented») hacia otro en el que los mercados de valores han adquirido una importancia creciente, hasta convertirse en una de las principales palancas del sistema financiero por sus funciones de suministro de flujos de financiación a la economía y valoración de activos («market-oriented»).

2. Los mercados de valores españoles: en permanente proceso de transformación desde la década de los 80

El cambio que experimenta el sistema financiero español y, en paralelo el mercado de valores, comienza a fraguarse en la década de los setenta, enmarcado en el proceso de homologación con los sistemas de los países más avanzados y por una gradual desregulación que se manifestará en plenitud en la década siguiente. Paulatinamente se van creando las condiciones básicas para que en los distintos mercados se intensifique la competencia y se busque una mayor eficiencia de los participantes. La profundización financiera de la economía y su apertura al exterior, el avance de la intermediación, la expansión de la institucionalización de la inversión y la transformación del sistema banca-



rio son exponentes relevantes del cambio del sistema financiero.

Los primeros años 80 son de extrema importancia para España. La crisis económica internacional de los años 70 se conjugó en nuestro país con la inestabilidad política, dando lugar a un deterioro económico que logró frenarse parcialmente, solo gracias a los Pactos de la Moncloa. Pero la nueva crisis del petróleo de finales de los 70 e inicios de los 80, volvió a golpear con fuerza a la economía española, que no logró remontar hasta 1983, año en que se abrió una etapa de cambios estructurales que culminaron en 1986 con hechos de tanta importancia como la adhesión a la Comunidad Económica Europea (CEE) o la decisión de permanecer en la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN). Al mismo tiempo se produjo un impulso de la actividad económica que vino acompañado de un fuerte incremento de la inversión extranjera.

En este escenario, los mercados de valores se transforman a un ritmo vertiginoso y en un periodo relativamente corto (1987-1992) se configura una nueva estructura. En 1987 entra en funcionamiento el mercado de deuda pública anotada, gestionado por el Banco de España. En 1988 se produce la reforma de la legislación básica de los mercados de valores, que entra en vigor en 1989, año en el que comienza a funcionar el mercado electrónico. En 1989 también comienza a fraguarse el primer mercado organizado de instrumentos derivados, futuros y opciones. En 1991 es reconocido como mercado de valores el Mercado de Renta Fija privada (AIAF).

La década de los 90, muy brillante en cuanto a crecimiento de la actividad en los mercados de valores, finaliza con otro hito en la historia económica de Es-

paña: la incorporación a la Unión Monetaria Europea (UME) y con la posterior implantación efectiva de la moneda única, el euro, que es adoptado desde el principio como moneda de negociación en los mercados de valores.

En el escenario mundial, los mercados de valores inician también, en diferentes momentos, procesos de adaptación que, en conjunto, sugieren una transición hacia un nuevo mapa global. En esta transición, dos fenómenos tienen una especial relevancia: la desmutualización y la cotización de las compañías gestoras de mercados de valores.

La tendencia de las Bolsas a desmutualizarse y a adoptar las formas de gestión y estrategias empresariales propias de cualquier otro sector económico en el que existe una fuerte competencia es irreversible. Una Bolsa desmutualizada conserva su misión tradicional pero cuenta con la exigencia adicional de crear valor para sus accionistas. Sin embargo, los dos objetivos citados no son en absoluto excluyentes, sino totalmente complementarios. De hecho, las Bolsas desmutualizadas y cotizadas en el mercado vienen operando de manera más que satisfactoria.

3. Factores que apoyan el desarrollo de los mercados de Valores españoles

3.1 Inversores extranjeros y familias, protagonistas como inversores

Dentro del conjunto de factores que han impulsado el rápido desarrollo de los mercados de valores destaca el papel que han asumido los inversores no residentes y las familias españolas como demandantes finales



de valores negociados en mercados.

En el caso de los inversores extranjeros, su protagonismo es esencial entre 1985 y 1995. La economía española se adapta a flujos de capital exterior muy intensos, cuyos efectos son muy positivos en términos de modernización financiera. Los flujos de ahorro exterior hacia España se decantan progresivamente por la inversión en valores.

La orientación de esa entrada de financiación exterior hacia la renta fija a medio y largo plazo queda reflejada en la evolución desde stocks prácticamente inexistentes en 1985 hasta volúmenes de 117.000 millones de euros al cierre de 1997. El gran salto se produce entre 1990 y 1993, los años de mayor necesidad de financiación del sector público. Los no residentes han sido, en este sentido, grandes suministradores de financiación para cubrir el elevado déficit público. La existencia de un mercado de deuda activo, en el que los agentes nacionales contribuían a garantizar la adecuada liquidez, generó confianza entre los inversores no residentes y, posteriormente, ayudó a eliminar efectos adversos durante las crisis monetarias de 1992 y 1993.

Con las acciones se reproduce un fenómeno similar. Los inversores no residentes poseían en 1985 acciones de empresas españolas por valor de 7.700 millones de euros y en 1996 se alcanzaban los 147.000 millones de euros.

En cuanto a las familias españolas, la modifica-

ción de sus hábitos financieros a lo largo de las últimas décadas es uno de los factores principales del impulso experimentado por los mercados de valores. Hemos asistido a un crecimiento importante del patrimonio financiero pero, fundamentalmente, a un cambio en la composición del ahorro de las familias que se abre de forma paulatina hacia nuevos instrumentos desde formas tradicionales de ahorro.

En esta tendencia destaca, sobre todo, el desplazamiento tanto hacia fórmulas de inversión colectiva, fondos de inversión, pensiones y seguros de vida, como hacia la propiedad directa de activos financieros que suponen una fuerte demanda para los valores de renta fija y variable cotizados en mercados. Si el volumen de activos en manos de las familias cuyo destino final es la inversión en valores era en 1985 el 33,6 por ciento de los activos financieros totales de las familias españolas, a finales de 1999 el conjunto de instrumentos de inversión colectiva en manos de familias y la posesión directa de acciones, obligaciones y valores de renta fija a corto plazo alcanzaba el 63,8 por ciento de los activos financieros, casi el doble.

Los nuevos hábitos financieros de las familias traen consecuencias beneficiosas para el sistema financiero en su conjunto: consolidan importantes volúmenes de ahorro institucional cuyo destino natural son los mercados de valores, que se ven impulsados en liquidez y eficiencia, cambian las formas de remuneración del ahorro de las familias haciéndose

paulatinamente más sofisticadas e impulsan la cultura financiera.

3.2. Las compañías, protagonistas como emisores

A lo largo de la últimas décadas, la positiva evolución de la economía y el sistema financiero español se ha producido en paralelo a la consolidación de un grupo de empresas punteras que se han convertido en el núcleo resistente de la economía española y que han encontrado en los mercados de valores un espacio natural de desarrollo desde dónde proyectarse, en muchos casos a escala internacional. Son compañías con un accionariado amplio y diversificado, en algunos casos mayoritariamente extranjero, que han sabido aprovechar el potencial y las oportunidades brindadas por la creciente demanda de valores cotizados en mercados de valores para consolidar una posición competitiva sostenible a largo plazo.

El mérito de haber atraído ahorro y accionistas no residentes se lo deben apuntar las propias compañías con planes de expansión consistentes y una gestión bien orientada, pero también los mercados de valores españoles, en cuanto que su modelo de mercado se ha adaptado operativa y técnicamente para ser capaz de facilitar el proceso. En una economía como la española sólo con el ahorro interno, y sin unos mecanismos eficientes de canalización de ingentes flujos de capital en busca de oportunidades de inversión, no hubiera bastado para transformar a muchas compañías en las multinacionales que hoy son.

3.3. El papel de la tecnología

La tecnología se ha convertido en un factor de vital importancia en el desarrollo de los mercados de valores. En los últimos veinte años, las Bolsas y el conjunto de mercados han realizado cuantiosas inversiones en tecnología, gestión y conocimiento con el principal objetivo de velar por la transparencia, la eficiencia, la equidad del mercado y la protección de los derechos de los inversores. La nueva regulación europea, naturalmente proclive a favorecer la competencia en el sector de servicios financieros y la proliferación de plataformas electrónicas de negociación, constituye el marco donde los mercados regulados han encontrado el reconocimiento explícito a las ventajas comparativas del modelo construido.

El desarrollo de las comunicaciones que se ha producido en las últimas décadas, unido al conjunto de aplicaciones tecnológicas aparecidas, han transformado las prácticas y la operativa en los mercados a favor de nuevas formas de participación de los distintos agentes y operadores. La existencia de meca-

nismos crecientemente automatizados ha hecho posible la aparición de nuevos servicios y facilidades para los miembros, emisores e inversores y, sobre todo, ha contribuido en la realización de formidables avances en lo que se refiere a la transparencia y la liquidez de los mercados.

Así lo han entendido en todo momento la Bolsa española y los distintos mercados de valores regulados españoles que han dedicado buena parte de sus esfuerzos a disponer de la tecnología más moderna y de un equipo humano capaz de diseñarla y desarrollarla para poder ofrecer a sus clientes el mejor servicio disponible. En este sentido, cabe recordar que la Bolsa española fue, en 1989, una de las primeras del mundo en disponer de un sistema electrónico de negociación.

4. Los diferentes mercados de valores en España

4.1. La Bolsa española en el último cuarto de siglo

Dentro del conjunto de mercados de valores, el mercado de renta variable, la Bolsa, es sin duda uno de los instrumentos que mejor han reflejado el impulso de avance y modernización de la economía española. Si tomamos como período de análisis los últimos 25 años, el mercado bursátil español se caracteriza por el elevado crecimiento de todas sus magnitudes absolutas y relativas. Tanto los indicadores coyunturales, representados por el índice bursátil, que mide la evolución de los precios de las acciones cotizadas, como aquellos con un mayor componente estructural, representados por el valor de mercado de las empresas cotizadas (capitalización) o por el valor de las transacciones realizadas sobre las acciones de empresas cotizadas (contratación) muestran con claridad el salto cualitativo y cuantitativo.

El indicador amplio de la evolución temporal del precio de las acciones admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid, el Índice General (IGBM), cuya base es 100 al cierre del año 1985, terminó por encima del nivel de los 1.373 puntos en el año 2010, 12 veces más. Este indicador recoge únicamente la evolución de los precios de las acciones cotizadas, sin tener en cuenta la rentabilidad obtenida en concepto de dividendos u otros pagos al accionista.

En cuanto a la dimensión del mercado, el volumen de contratación de acciones en la Bolsa española ha pasado de 12.600 millones de euros en 1986 a cerca de 1 billón en 2010, setenta veces más, lo que representa una tasa media de crecimiento anual acumulativo del 20 por ciento, alrededor de 12,5 puntos anuales por encima del PIB. Por su parte, el valor de mercado de las empresas cotizadas, la capitaliza-

ción, se situaba en 39.000 millones de euros en 1986 y ha pasado a 1,1 billones de euros en 2010, veintiocho veces más y tiene una tasa media de crecimiento anual acumulativo del 15,7 por ciento, el doble que la anotada por el PIB.

Las compañías cotizadas han tenido un protagonismo esencial en este proceso. Entre 1986 y el año 2009 han tenido lugar en el mercado bursátil español 230 salidas a Bolsa y ofertas de venta de acciones acometidas por compañías de todos los sectores y tamaños, que han anotado trayectorias dispares, pero de enorme relevancia para la economía del país. La salida a Bolsa y la venta pública de acciones representa un paso decisivo e innovador en la trayectoria de las empresas. En términos de valor efectivo de las acciones colocadas, el importe total a los precios de oferta pública alcanza una cifra cercana a los 85.000 millones de euros. De ellos, más de 38.000 millones corresponden a ofertas para salida a Bolsa de empresas privadas, casi 25.000 millones son privatizaciones sucesivas, 18.000 millones ofertas públicas sucesivas de empresas ya cotizadas y 4.000 millones de privatizaciones con salida a Bolsa.

Destacable es el papel del mercado bursátil entre los años 1996 y 2000. El acelerado proceso de convergencia de España con el objetivo de formar parte del Euro impulsa de manera significativa la actividad de la Bolsa española, que se convierte en un fenómeno social como consecuencia del extraordinario comportamiento de las cotizaciones y de la magnitud de las OPVs de acciones, sobre todo procedentes de empresas públicas en proceso de privatización, que son adquiridas masivamente por inversores particulares y por inversores institucionales (fondos de inversión y de pensiones).

Durante este período es conveniente hacer una referencia especial a las privatizaciones. Estas han modificado significativamente el marco del sistema financiero español y especialmente el de los mercados de valores. Entre sus consecuencias pueden citarse: la reducción del desequilibrio financiero del Estado y un mayor peso del sector privado como motor del crecimiento económico; el aumento de la liquidez del mercado como consecuencia de la diseminación de bloques de acciones antes concentrados en poder de un accionista de control, en este caso las Administraciones Públicas, que mantenía su cartera estable e inactiva; la adquisición masiva de pequeños paquetes de acciones por parte de inversores individuales o familias, que para muchos supone la incorporación de un nuevo instrumento, la Renta Variable o acciones, a su cartera de activos financieros; y un aumento de la liquidez, profundidad y

eficiencia de los mercados de valores que influyen positivamente en los precios reduciendo el coste de la financiación para el conjunto de las empresas.

4.1.1 El soporte tecnológico y las reglas del mercado

En el ámbito de la operativa tecnológica del mercado español de renta variable el gran salto adelante se produce en 1989 con la puesta en marcha del denominado Mercado Continuo, la plataforma electrónica de contratación que comunica de forma directa a las cuatro plazas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), y que asegura un único punto de liquidez por valor en tiempo real. Comenzaba la paulatina sustitución de la contratación en corros de viva voz en los parquets de las cuatro Bolsas españolas que se había mantenido durante más de 150 años.

El sistema de contratación de acciones en España es un mercado dirigido por órdenes, con información en tiempo real en sus pantallas y difusión automática de la información de la contratación principalmente de acciones pero también de otros instrumentos negociables que se han ido incorporando paulatinamente como warrants, certificados o fondos cotizados (ETF). El sistema permite a los cuatro mercados españoles dirigir sus órdenes a través de terminales informáticos al mismo ordenador central. Estas órdenes se ordenan según criterios de precio y momento de introducción. Si existe contrapartida al precio fijado en la propuesta la orden se ejecuta automáticamente, si no, permanece en un libro de órdenes en espera de contrapartida.

El modelo y las reglas del mercado bursátil español también han ido evolucionando de forma permanente, pero es a partir del año 2000 cuando los principales mercados europeos agrupados en la Alianza Europea de Bolsas armonizan sus normas de mercado. Especial importancia tiene en este proceso la introducción de los mecanismos de subasta para mejorar la gestión de las oscilaciones de precios en el mercado, tanto al inicio y final de la sesión como durante la misma.

Adicionalmente, la agilidad y facilidad de acceso al mercado se ha visto favorecida por la posibilidad de introducir órdenes al sistema desde aplicaciones externas, debidamente homologadas, con la supervisión de operadores autorizados. Esto se traduce en la posibilidad de introducir en el sistema órdenes generadas de forma automática así como en el envío directo de órdenes sin necesidad de que los terminales estén localizados en la sede física de un

intermediario miembro de mercado.

Relevancia especial a la hora de glosar el comportamiento de la Bolsa española en las últimas décadas tiene el Íbex-35, el índice compuesto por los 35 valores más líquidos cotizados en la Bolsa española, usado como referente nacional e internacional y subyacente en la contratación de productos derivados. Creado en 1992, ha acompañado de forma técnicamente impecable el crecimiento y la evolución del mercado bursátil.

4.1.2. Los intermediarios bursátiles

Otro de los pilares sobre los que se ha asentado la transformación de la Bolsa española es el de la intermediación. Al calor del fuerte crecimiento de la actividad bursátil y de la demanda de servicios financieros que se produjo a mediados de la década de los ochenta, la reforma de 1988 inauguró una nueva etapa para la intermediación en España, en la que la prestación de servicios en la Bolsa pasó a ser contemplada como una actividad de carácter mercantil, a desarrollar en régimen de competencia, aunque sujeta a una especial regulación para limitar el riesgo sistémico y proteger a los usuarios frente a conductas inadecuadas.

El cambio se plasmó en la Ley del Mercado de Valores de 1988, que entró en vigor en 1989. Se creó un nuevo tipo de intermediarios financieros: las sociedades y agencias de valores. Estos intermediarios, que podían constituirse sólo como sociedades anónimas, tuvieron reservado en exclusiva hasta la nueva Ley de Reforma de 1998, el acceso a la condición de miembros de las Bolsas y podían prestar a terceros todos los servicios relevantes del mercado, con excepción de la gestión de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, reservada a sociedades gestoras especializadas. Asimismo, la Ley permitió a las sociedades de valores (no a las agencias), la toma de posiciones por cuenta propia en el mercado y la participación en el aseguramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Aunque las sociedades y agencias de valores tenían asignado un papel central en la vertebración de una moderna industria de prestación de servicios financieros, no iban a ser los únicos intermediarios habilitados para actuar en el mercado de valores. Las excepciones eran muy amplias y reconocían la continuidad de las actividades que ya venían desarrollando otros intermediarios como los Bancos y las

Cajas de Ahorros.

4.2. El Mercado de Deuda Pública

También la actual configuración del mercado de deuda pública tiene su origen en cambios estructurales producidos en los años 80: se gestó un cambio en la política de financiación del Estado que comenzó a orientarse hacia los mecanismos de mercado. Este cambio de orientación exigió para su puesta en marcha el desarrollo de una política definida de financiación pública y un mercado de deuda pública desarrollado. Así, durante la última parte de la década de los 80 y principios de los 90, se fue avanzando progresivamente en los siguientes aspectos: creación de una gama adecuada de instrumentos de deuda pública, creación de una base de demandantes para los valores, establecimiento de procedimientos de emisión de la deuda que aseguraran un adecuado grado de competencia y eficiencia, y desarrollo de un mercado secundario líquido, seguro y eficiente.

De todos estos desarrollos, el primer paso se dio con la implantación en 1987 de las anotaciones en cuenta como forma de representación de la deuda pública en sustitución de los títulos físicos. El registro de las anotaciones se encomienda al Banco de España, creándose la Central de Anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, en la que posteriormente se ha incluido también deuda de otros emisores públicos, esto es, gobiernos regionales y gobiernos locales. En la Central de Anotaciones existen dos tipos de miembros: los titulares de cuenta, que son aquellas entidades financieras que tienen cuentas a nombre propio en la Central, y las entidades gestoras, que son las autorizadas a mantener en sus cuentas deuda propiedad de terceros no titulares.

En abril de 2003, la Central de Anotaciones de Deuda Española se integra en Bolsas y Mercados Españoles (BME) y se fusiona con el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores dando lugar a Iberclear, que desde entonces es la entidad encargada de realizar las funciones de liquidación y compensación de valores no sólo para la deuda pública, sino también para el resto de valores cotizados en los mercados financieros españoles.

En línea con la evolución de los principales mercados de valores internacionales, en los que comenzaban a aparecer plataformas de contratación electrónica especializadas en valores de deuda pública, en 1999 inicia sus operaciones en España SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros), la plataforma electrónica de negociación de bonos y obligaciones de deuda pública español-

la, hoy integrada en BME y que compite con otras plataformas de deuda pública de ámbito español y europeo.

4.3. El mercado de deuda corporativa

También en el ámbito de la renta fija privada los mercados españoles han vivido transformaciones relevantes. Hasta finales de los años 80 las Bolsas españolas concentraban la negociación de las emisiones de renta fija de las grandes empresas españolas, fundamentalmente compañías del sector eléctrico, de telefonía y financieras. La actividad emisora y negociadora en el mercado se fue reduciendo en paralelo al creciente peso de la financiación del sector público.

Nuevas iniciativas surgieron durante los primeros años 90 y entre ellas destacó la de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), que funcionó como mercado organizado no oficial hasta 1995, año en el cual es autorizado como mercado oficial, se constituye como entidad rectora del mercado y pasa a ser supervisado por la CNMV. Desarrollado con el objetivo de canalizar recursos al sector privado a través de instrumentos de renta fija, AIAF ha ido perfilando un amplio abanico de iniciativas y ha definido un modelo que lo diferencia de los de la mayoría de los países europeos, que no disponen de un mercado específico oficial de renta fija privada.

Tras la entrada de España en la Unión Económica y Monetaria, el mercado de deuda corporativa vivió un momento de fuerte desarrollo, tanto por lo que se refiere a su actividad como por la ampliación de sus productos, permitiendo a los emisores privados españoles disponer de una amplia gama de activos que cubrían todas sus necesidades de plazos, así como de estructura de balance. Paralelamente, este mercado ha reforzado sus mecanismos de información convirtiéndose en una referencia en el ámbito internacional por la abundante información que suministra y por la transparencia que aporta.

El éxito de AIAF, mercado de renta fija, en el ámbito de la renta fija corporativa, queda reflejado en sus cifras de saldo vivo y volumen negociado. Al cierre del año 2010, el saldo vivo admitido a negociación en el mercado alcanzaba los 850.000 millones de euros y el volumen negociado en el ejercicio lograba superar los 3 billones de euros. Estas cantidades suponían en el caso del saldo vivo admitido a negociación 52 veces más que en 1996, primer año como mercado oficial, y 11 veces más que en el año 2000.

Ya en 2010, BME ha creado una nueva plataforma

electrónica de negociación de renta fija destinada a inversores particulares con el objetivo de introducir mayores dosis de transparencia y liquidez a las operaciones de estos inversores con activos de deuda, contribuyendo a los esfuerzos que las autoridades reguladoras y supervisoras realizan en este campo, al objeto de lograr una mayor protección de los intereses de los inversores particulares.

4.4 El mercado de futuros y opciones

Los primeros estudios y proyectos acerca de la creación de un mercado de derivados financieros en España se realizan también durante la segunda mitad de los años 80. Los instrumentos derivados habían comenzado a desarrollarse en Estados Unidos durante los años 70 y permitían una operativa específica sobre un número creciente de activos financieros: divisas, acciones cotizadas en bolsa, índices bursátiles, tipos de interés del mercado interbancario o bonos y obligaciones negociados en mercados de renta fija.

La existencia de mercados regulados para la negociación de estos productos significaba la estandarización de los mismos (en términos de cantidad de activo subyacente o fechas de expiración) y la presencia de una cámara de compensación, normalmente asociada al mismo mercado, que se hacía cargo de la liquidación de las operaciones. Esas características diferenciaban a los productos derivados negociados en mercados regulados de aquellos negociados entre dos partes (conocidos como instrumentos derivados OTC-«Over the Counter») y no sujetos a reglas de negociación o condiciones estándar. Tanto los derivados negociados en mercados organizados como los OTC alcanzaron posteriormente en todo el mundo una enorme importancia.

La negociación de instrumentos derivados, opciones y futuros, en mercados organizados, se remonta en España a 1989, pero no es hasta 1992 cuando se produce su estructuración y consolidación definitiva. MEFF fue creado en diciembre de 1991 cuando los dos mercados de productos derivados existentes en ese momento se unificaron convirtiéndose en la sociedad cabecera del mercado oficial de futuros y opciones financieras de renta fija y renta variable. Contaba en su momento con dos sociedades rectoras, MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable, cuya gestión se integró totalmente en el año 2000 con el objetivo de avanzar hacia una mayor eficiencia para sus miembros y clientes.

Los primeros contratos de futuro sobre bonos a tres años comenzaron a negociarse a finales de 1989

para posteriormente ir alargando los plazos hasta que, en 1992, comenzó a negociarse el contrato sobre el bono a 10 años, que se convirtió en el producto estrella del mercado hasta la puesta en marcha del euro. En 1997 llegaron a negociarse más de 21 millones de contratos de futuro, y un año antes, 13 millones de contratos de opción sobre el bono a 10 años. Los volúmenes negociados reflejan el creciente interés que despertaba entre los inversores españoles y extranjeros la deuda pública española en pleno proceso de convergencia de tipos de interés con los países que conformarían la Unión Monetaria Europea y la utilidad de estos productos como instrumento de cobertura e inversión.

En enero de 1992 comenzó la negociación de productos derivados sobre renta variable con los contratos de futuros y opciones sobre el índice Íbex-35. El grado de aceptación de estos contratos fue enorme y de los 5 millones de contratos negociados en 1992 se pasó un año después a los más de 14 millones de contratos negociados. En 1993 comenzaban a negociarse los primeros contratos de opciones y futuros sobre las principales acciones individuales cotizadas en la Bolsa española.

El mercado español de futuros y opciones, MEFF, es hoy un mercado totalmente electrónico diseñado para integrar la negociación y la liquidación y compensación en un único sistema que otorga las prestaciones más avanzadas en tiempo real para la supervisión y control del riesgo. Los 70 millones de contratos negociados en 2010 ponen de manifiesto la gran versatilidad de los derivados como instrumentos de cobertura, apalancamiento y gestión del riesgo.

Además, los mercados de productos derivados se sitúan actualmente en el centro del debate sobre la nueva regulación del sector financiero. El hecho de que un volumen extraordinariamente importante de estos productos se negocie de forma bilateral y no sujeta a reglas de negociación o condiciones estándar (mercados OTC) ha alertado sobre el potencial riesgo sistémico que acumulan y la necesidad de conocerlo y limitarlo.

La respuesta de los reguladores a los potenciales riesgos de los derivados OTC se orienta en dos sentidos. Por una parte, se pretende que cada vez más contratos OTC sean compensados en una cámara de contrapartida central; por otra, se pretende impulsar el que cada vez más contratos de productos derivados sean negociados en mercados organizados como productos estandarizados. Las nuevas regulaciones en proceso de implantación, tanto en los

Estados Unidos como en Europa, van en la misma línea.

4.5. Los sistemas de compensación, liquidación y registro

Entre las infraestructuras claves para apoyar el adecuado funcionamiento de los mercados de valores se encuentran los servicios de compensación y liquidación de valores. En España, la configuración actual data del año 2003, cuando se produce la integración de los sistemas de compensación y liquidación de los diversos mercados españoles con la constitución de Iberclear, fruto de la fusión de los sistemas preexistentes: la Central de Anotaciones del Banco de España y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Estos dos sistemas ya recogían desde finales de los años 80 y primeros 90 los más avanzados estándares internacionales con objeto de reducir riesgos y mejorar la eficiencia de procesos en los cuales la seguridad técnica se complementa con la seguridad económica garantizada por un adecuado sistema de fianzas aportadas por todas las entidades participantes en la liquidación y que cubre cualquier posible incidencia en la liquidación de efectivos.

Herederas de esos desarrollos, Iberclear se constituye en el depositario central de valores de España, y como tal es el encargado de registrar de modo centralizado los valores admitidos a negociación en los mercados de acciones, en el mercado de deuda corporativa y en el mercado de deuda pública. Asimismo, es la entidad encargada de compensar y liquidar las transacciones efectuadas con los valores en los mercados citados. El registro contable está estructurado en forma de un registro central, a cargo de Iberclear, en el que se recogen los saldos de valores agregados por cada una de las entidades participantes, y un registro de detalle, a cargo de estas últimas, en el que los valores quedan anotados a nombre de cada titular.

Con la creación de los depositarios centrales de valores, el registro central, la compensación y la liquidación nacional de valores han alcanzado niveles de eficiencia y seguridad muy elevados, permitiendo hacer frente a un proceso de inversión cada vez más global y que ha aumentado de forma exponencial.

5. Conclusiones

El proceso de transformación experimentado por los mercados de valores en España en las tres últimas décadas ha permitido que estos se constituyan como mecanismos fundamentales alternativos a la financiación tradicional, haciendo posible la cana-

lización de grandes volúmenes de fondos al poner en contacto de una manera directa a inversores con una capacidad de ahorro y a emisores con una necesidad de financiación.

Esta evolución ha sido especialmente relevante en el entorno de crisis actual, donde la restricción del crédito ha hecho de la obtención de liquidez un auténtico desafío. En este contexto, los mercados regulados han pasado a ser una pieza clave para el desarrollo económico, ya que en ningún momento han visto mermada su capacidad para continuar funcionando con normalidad y transparencia, dando una visibilidad imprescindible a esta operativa.

Con el objetivo de evitar una nueva reproducción

del contexto que ha dado lugar a la crisis actual, en estos momentos se está planteando una profunda reforma de los mercados financieros, por lo que BME debe afrontar el reto que supone adaptarse a un nuevo entorno regulatorio, sin dejar de cumplir con su papel primordial de canalización de recursos hacia la financiación proyectos empresariales así como la valoración de los mismos.

Por lo tanto, es responsabilidad de BME continuar mejorando sus actuales sistemas aportando las herramientas y tecnología adecuadas para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados así como ampliar la gama de servicios prestados para continuar siendo una eficiente fuente de financiación con los niveles de transparencia y seguridad necesarios.