

---

# Introducció al sistema financer

---

PID\_00248028

Elisabet Ruiz Dotras  
Lluís Sust

**Elisabet Ruiz Dotras**

Doctora en Ciències Econòmiques i Empresariales. Professora agregada dels Estudis d'Economia i Empresa de la UOC. Ha realitzat estades de recerca a UCLA i a la City University of Hong Kong. És membre del grup de recerca DigiBiz.

**Lluís Sust**

Màster en Mercats financers. Llicenciat en Ciències Econòmiques i Empresariales. Director de Mercat de Capitals de Caixa Enginyers. Professor associat de la Universitat de Barcelona.

Cinquena edició: febrer 2019  
© Lluís Sust, Elisabet Ruiz Dotras  
Tots els drets reservats  
© d'aquesta edició, FUOC, 2019  
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona  
Disseny: Manel Andreu  
Realització editorial: Oberta UOC Publishing, SL



*Els textos i imatges publicats en aquesta obra estan subjectes –llevat que s'indiqui el contrari– a una llicència de Reconeixement-NoComercial-SenseObraDerivada (BY-NC-ND) v.3.0 Espanya de Creative Commons. Podeu copiar-los, distribuir-los i transmetre'ls públicament sempre que en citeu l'autor i la font (FUOC. Fundació per a la Universitat Oberta de Catalunya), no en feu un ús comercial i no en feu obra derivada. La llicència completa es pot consultar a <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/es/legalcode.ca>*

# Índex

<b>1. Definició i objectius del sistema financer.....</b>	<b>5</b>
<b>2. Agents participants en un sistema financer.....</b>	<b>6</b>
<b>3. Actius financers.....</b>	<b>8</b>
3.1. Actius financers: característiques .....	8
3.2. Actius financers: classificació .....	9
<b>4. Mercats financers.....</b>	<b>11</b>
4.1. Mercat financer: definició .....	11
4.2. Mercat financer: característiques .....	11
4.3. Mercat financer: classificació .....	13
4.4. La reforma del mercat de valors .....	18
4.4.1. La Llei 24/1988, de 16 de novembre, del mercat de valors .....	19
4.4.2. La Llei 37/1998, de 16 de novembre, del mercat de valors .....	20
4.4.3. La Llei 44/2002, de 23 de novembre, del mercat de valors .....	21
4.4.4. La Llei 47/2007, de 19 de desembre, del mercat de valors .....	22
4.5. Estructura del mercat de valors .....	24
<b>5. Desenvolupament dels mercats financers.....</b>	<b>25</b>
5.1. Transformació dels mercats financers en els darrers anys .....	26
5.1.1. Desregulació i desintermediació financera .....	26
5.1.2. Tecnologies de la informació i la comunicació .....	27
5.2. Innovació financera .....	28
5.3. Globalització financera .....	30
5.4. Ètica financera .....	32
5.4.1. Definició d'ètica .....	32
5.4.2. L'ètica i les finances .....	32



## 1. Definició i objectius del sistema financer

El sistema financer és el marc institucional que aglutina el conjunt d'institucions, agents, actius, mercats i relacions que tenen la finalitat de transmetre recursos financers procedents de les unitats econòmiques excedentàries (oferents) a les unitats econòmiques deficitàries (demandants) amb el cost més baix possible.

En un sistema financer trobem tres components essencials que estudiarem amb més deteniment en aquest mòdul:

- **Els agents financers.** Unitats econòmiques amb dèficit i superàvit de recursos financers i entitats que tenen com a finalitat posar-los en contacte.
- **Actius o instruments financers.** Són la formalització de l'intercanvi de recursos financers.
- **Els mercats financers.** Entorn (no necessàriament localitzat geogràficament) en què es donen les transaccions financeres.

Un sistema financer pretén fer possible que l'estalvi es canalitzi cap a la inversió, és a dir, es tracta que l'estalvi generat pels agents econòmics excedentaris de fons (prestadors) es pugui canalitzar envers els agents econòmics deficitaris de fons (prestataris).

### Nota

Segons Ludwig von Bertalanffy, un sistema és «un conjunt d'unitats relacionades entre si».

### Agents financers

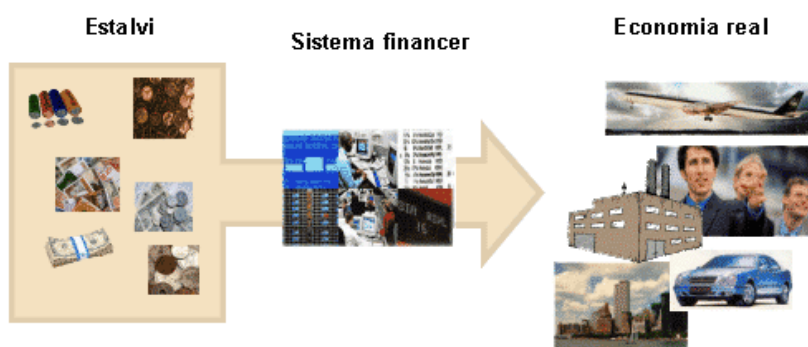
Determina l'element personal.

### Actius o instruments financers

Determina l'element material o real.

### Mercats financers

Determina l'element formal o convencional.



S'intenta que l'estalvi que s'ha generat retorni, amb l'activitat financera, a l'economia real en forma d'inversió, i que això es dugui a terme oferint als estalviadors condicions satisfactòries de seguretat, liquiditat i rendiment, i als inversors, condicions adequades de quantitat, termini i preu; d'aquesta manera, el procés de producció i distribució de béns i serveis serà profitós.

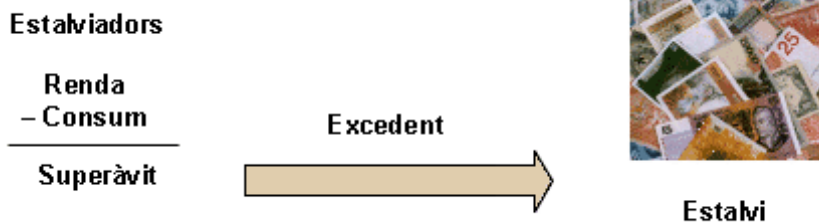
## 2. Agents participants en un sistema financer

Els agents són l'element personal del sistema financer.

Com ja hem apuntat, en el sistema financer hi participen unitats econòmiques amb dèficit de recursos financers, unitats econòmiques amb superàvit de recursos financers i entitats amb la finalitat de posar-los en contacte.

El sistema financer, mitjançant les entitats que actuen com a intermediaris i mediadors, posa en contacte unitats econòmiques amb superàvit de fons (estalviadors) i unitats econòmiques amb dèficit de fons (inversors).

- **Unitats econòmiques amb superàvit de fons (estalviadors):** agents econòmics que gasten en béns de consum una quantitat inferior a la renda que obtenen i, per tant, disposen d'un superàvit de fons que destinen a l'estalvi.

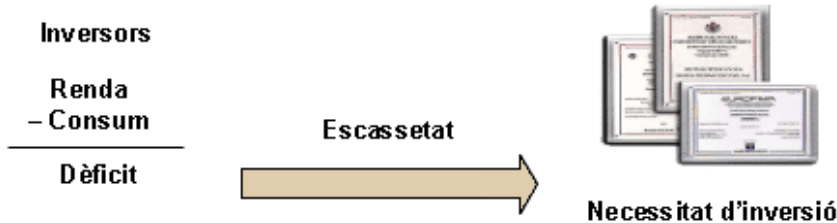


**Nota**

Unitats econòmiques amb superàvit de fons (estalviadors):

- Famílies
- Empreses
- Administracions públiques
- Sector exterior

- **Unitats econòmiques amb dèficit de fons (inversors):** agents econòmics que gasten en béns de consum una quantitat superior a la renda que obtenen i que estan afectades per un dèficit de fons que han de finançar.



**Nota**

Unitats econòmiques amb dèficit de fons (inversors):

- Famílies
- Empreses
- Administracions públiques
- Sector exterior

- Intermediaris financers:** tot i que els mercats organitzats permeten a estalviadors i inversors d'intercanviar actius financers directament, en molts casos aquesta relació directa no és possible, a causa de les voluntats divergents de les diferents unitats econòmiques respecte a termini, imports, preus, etc. Així, doncs, cal que hi hagi intermediaris financers com a alternativa al mercat organitzat de relació directa entre demandants de fons i inversors, de manera que els intermediaris financers adquireixen actius (unitats econòmiques amb dèficit) com a forma d'inversió i no els revenen, sinó que, a partir d'aquests, creen actius nous que col·loquen entre els estalviadors (unitats econòmiques amb superàvit), i n'obtenen els fons necessaris per a dur a terme les seves inversions. Així, doncs, en intervenir els intermediaris financers, els actius financers es transformen: dels actius financers primaris es passa als actius financers secundaris.

**Nota**

Intermediaris financers:

- Bancs
- Caixes d'estalvis
- Cooperatives de crèdit
- Entitats de finançament
- Societats de cartera
- Institucions d'inversió col·lectiva
- Companyies d'assegurances
- Fons de pensions

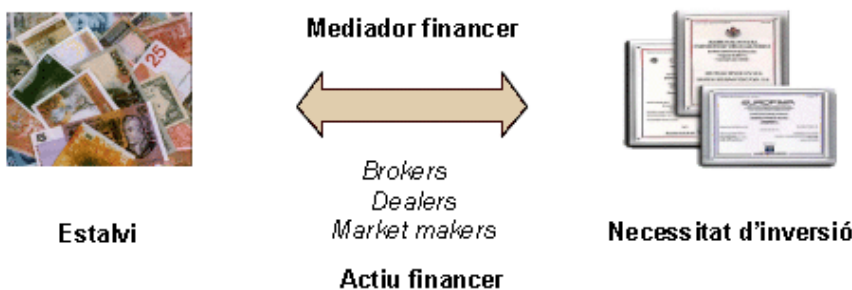


- Mediadors financers:** com ja hem assenyalat en referència als intermediaris financers, tot i que els mercats organitzats permeten a estalviadors i inversors d'intercanviar directament actius financers, cal la figura d'un professional que faciliti les operacions entre tots dos. Els mediadors financers compren i venen (pel seu compte –dealers– o per compte d'altri –brokers–) actius financers, pero la seva activitat (a diferència de la dels intermediaris) no genera cap transformació en els actius negociats: l'actiu adquirit per la unitat econòmica amb superàvit és el mateix que el que ha emès la unitat econòmica amb dèficit.

**Nota**

Mediadors financers:

- *Brokers.* Només actuen per compte de tercers (agències de valors).
- *Dealers.* Poden actuar per compte propi o aliè (societats de valors).
- *Creadors de mercat (market makers).* Dealers que estan obligats a actuar per compte propi i a facilitar una contrapartida a prestadors i prestataris per un compromís adquirit amb el mercat, l'emissor, etc.



## 3. Actius financers

### 3.1. Actius financers: característiques

Els actius financers, o instruments financers, són l'element material d'intercanvi en el sistema financer.

Es tracta de títols comptables emesos per les unitats econòmiques de despesa o deficitàries que impliquen un compromís de pagament en una data o unes dates futures.

El suport dels actius pot ser material (sobre paper o document) o immaterial (anotacions en compte), que cada vegada es fa servir més.

#### Exemple

Les empreses poden necessitar liquiditat de cara a adquirir en determinats moments nova maquinària per al procés productiu. Per a això poden acudir a fonts de finançament externes i, per exemple, emetre obligacions.

En certs períodes, les economies domèstiques es poden veure obligades a fer importants despeses, per exemple, la compra d'una casa, un cotxe, etc. Atès que aquestes despeses solen superar els ingressos, es presenta la necessitat d'acudir, per exemple, a una entitat financera per demanar un préstec, que serà un actiu per al prestador.

El sector públic o govern també es pot veure obligat a emetre actius financers (bons, lletres, etc.) per finançar el seu dèficit.

Les unitats econòmiques deficitàries (inversors) emeten actius financers per a poder cobrir un desequilibri entre les despeses i els ingressos. Tots els agents econòmics (economies domèstiques, empreses i sector públic) intercanvien aquests actius i creen un **sistema financer**.

Les característiques principals d'un actiu financer són la **liquiditat**, el **risc** i la **rendibilitat**. Totes tres es poden donar en diversos graus, que són els que utilitza l'inversor com a guia per a configurar la seva cartera.

La **liquiditat** es mesura tenint en compte si és més o menys senzill convertir l'actiu en diners d'una manera ràpida, sense que la rapidesa de la conversió comporti pèrdues de valor.

#### Exemple

L'actiu més líquid és la moneda metàl·lica o bitllet, perquè es pot utilitzar en qualsevol moment i amb rapidesa. A continuació hi ha els dipòsits d'estalvi i a termini en les ins-



titucions de crèdit. En canvi, determinades accions representen un actiu financer menys líquid que els anteriors.

En el cas de les accions, els conceptes que ens poden ajudar a determinar-ne el grau de liquiditat són la freqüència i el volum de contractació i el *free-float*. El primer fa referència al nombre de sessions en un període en què es fan operacions amb una acció i al volum d'actius negociats. El segon es refereix al percentatge del capital que fluctua lliurement en el mercat, és a dir, que no correspon a participacions estratègiques de grans accionistes.

El risc és la possibilitat que les expectatives de rendibilitat sobre un determinat actiu no es compleixin. Aquest incompliment de les expectatives pot estar motivat tant per les fluctuacions dels preus com per la insolvència de l'emissor (risc intrínsec).

La **rendibilitat** és la capacitat de l'actiu per a produir interessos o altres rendiments per al posseïdor com a pagament per la cessió temporal de capacitat de compra i la seva assumpció de risc.

La rendibilitat d'un actiu està determinada per la liquiditat i el risc:

$$R = F(L, r)$$

La relació teòrica en termes matemàtics és:

- $\Delta R / \Delta L < 0$ , és a dir, **com més liquiditat, menys rendibilitat**.
- $\Delta R / \Delta r > 0$ , és a dir, **com més risc, més rendibilitat**.

Tanmateix, en la pràctica això no sempre es compleix.

La rendibilitat es considera una recompensa per a qui posseeix l'actiu, tant per renunciar a la liquiditat com per suportar el risc que l'emissor no pugui complir les condicions de l'emissió.

### 3.2. Actius financers: classificació

Hi ha diverses **classificacions** dels actius financers, entre les quals destaquen les següents.

- Segons el **grau de liquiditat** (és a dir, segons la facilitat de convertir-se en diner efectiu), de més a menys, tenim: monedes i bitllets, dipòsits, lletres del tresor, bons de caixa i tresoreria, títols hipotecaris, pagarés bancaris

#### Nota

- Rendiment d'un bo: els interessos o cupons i les plusvàlues.
- Rendiment d'una acció: dividendes i plusvàlues (diferència entre el preu de compra i el de venda).

#### Nota

R = rendibilitat  
L = liquiditat  
r = risc

i d'empresa, lletres de canvi, deute públic a llarg termini, obligacions de caràcter privat, accions, pòlisses d'assegurances i préstecs.

- Segons la naturalesa de la **unitat econòmica emissora**: estat o altres administracions públiques, banc central, intermediaris financers i empreses no financeres.
- Depenent de si es duen a terme en **mercats organitzats** (accions, obligacions, etc.) o en **mercats negociats** (dipòsits, fons d'inversió, etc.).

#### **Nota**

En els mercats organitzats, els productes financers negociats són estandarditzats, hi ha suficient liquiditat i es proporciona informació transparent.

En els mercats no organitzats, els contractes són a mida, el preu es negocia i no acostuma a haver-hi tanta liquiditat.

- Segons si es materialitzen en documents emesos **físicament** o en **anotacions en compte**.

## 4. Mercats financers

### 4.1. Mercat financer: definició

Definim mercat com el punt de trobada (definit geogràficament o no) entre venedors i compradors de béns i serveis.

En concret, definim mercat financer com el marc de negociació, determinació del preu i contractació entre demandants i oferents de recursos financers instrumentalitzat amb actius financers. És a dir, esdevé l'element formal del sistema financer.

D'aquesta definició deduïm diverses qüestions fonamentals:

- És absolutament irrellevant que el mercat esdevingui un espai físic o geogràfic diferenciat, perquè actualment la contractació d'actius financers es fa, bàsicament, de manera digital.
- Els recursos financers s'instrumentalitzen per mitjà d'actius financers que representen drets de cobrament davant de tercers.
- El mercat de serveis posa en contacte compradors i venedors d'actius financers, de manera que oferents i demandants puguin manifestar els seus desitjos de compravenda d'actius.
- El fi que persegueix el mercat és la contractació; en aquest aspecte, té un paper fonamental la determinació del preu d'intercanvi.
- Un mercat financer desenvolupat ha de proporcionar liquiditat als contractants, és a dir, ha de garantir la possibilitat d'inversió o desinversió ràpida en els actius contractats.
- Finalment, un mercat financer sempre ha de procurar ser àgil i eficient, de manera que pugui garantir la facilitat de contractació sense detriment de la seguretat, i també ha de tendir a la reducció dels costos i els terminis de contractació.

### 4.2. Mercat financer: característiques

Qualsevol mercat financer ha de dur a terme aquestes funcions:

- Posar en contacte els diferents agents econòmics.
- Servir de mecanisme per a fixar el preu dels actius.
- Proporcionar liquiditat als actius que s'hi negocien.
- Reduir els terminis i costos d'intermediació.

L'enumeració d'aquest conjunt de funcions ens és útil per a acostar-nos a un dels aspectes fonamentals de tot mercat: l'eficiència.

Com més elevat sigui el grau de compliment d'aquestes funcions, més alt serà el grau d'**eficiència** d'un mercat financer.

El concepte de mercat eficient manté una estreta relació amb el de mercat ideal de competència perfecta, d'acord amb la teoria econòmica.

Perquè un mercat compleixi correctament la seva missió de canalització de recursos, ha de presentar aquestes característiques:

1) **Transparència.** Que hi hagi la possibilitat real d'obtenir informació del mercat d'una manera fàcil, ràpida i accessible econòmicament.

2) **Llibertat.** No hi ha d'haver obstacles ni limitacions d'entrada o sortida de compradors i venedors del mercat; sempre s'ha de considerar la possibilitat de negociar les quantitats i els terminis que es volen, i s'ha de donar en tot moment una informació de preus correcta.

3) **Eficiència.** Per a mesurar l'eficiència dels mercats s'utilitzen els indicadors següents:

- **Profunditat.** Es diu que un mercat és profund, que té profunditat, quan hi ha ordres d'oferta i demanda (compra i venda) a diferents preus al voltant del d'equilibri (preu de creuament), és a dir, que hi ha operacions pendents de dur a terme.

#### Mercat perfecte

En un mercat perfecte hi ha lliure mobilitat dels recursos; no hi ha obstacles que impedeixin el joc lliure de les forces del mercat pel que fa a la determinació dels preus, sinó que hi ha informació completa tant per a compradors com per a venedors de les ofertes i demandes i les condicions del mercat.

#### Mercat profund

Un mercat profund implica que els possibles desequilibris passatgers entre les ordres de compra i venda d'un actiu poden quedar atenuats gràcies al fet que hi ha ordres a preus immediatament pròxims als d'equilibri o creuament, i així s'eviten grans fluctuacions de preus.

- **Amplitud.** Es diu que un mercat és ampli quan les ordres a què ens referim en parlar de profunditat de mercat representen quantitats o volums d'oferta i demanda prou importants, és a dir, quan les corbes d'oferta i demanda són elàstiques, al voltant del preu d'equilibri.
- **Flexibilitat.** Es diu que un mercat és flexible quan davant de variacions de preu sorgeixen ràpidament noves ordres de compra i venda (demanda i oferta) que reequilibren el preu.

Els mercats financers estan afectats per les forces d'oferta i demanda i col·loquen tots els venedors en el mateix lloc, cosa que fa més fàcil trobar possibles compradors.

Els mercats financers, en el sistema financer, faciliten principalment:

- **L'augment del capital**, per mitjà del mercat de capitals, amb la compra i venda d'actius financers com accions i obligacions o mitjançant el mercat creditici.
- **La transferència de risc**, amb l'ús del mercat de derivats, que com el seu nom indica provenen o deriven d'altres actius financers.
- **El comerç internacional**, per mitjà del mercat de divises, on es compren i venen monedes de diferents països al comptat o a termini.

Quan apliquem el mateix concepte a l'àmbit internacional, parlarem de mercats financers internacionals.

Així doncs, podem definir un mercat financer com un espai (sense ser un espai físic concret) en el qual es fan els intercanvis d'instruments financers i se'n defineixen els preus.

### 4.3. Mercat financer: classificació

Els mercats financers, com a mecanisme o lloc en què es negocien actius financers i se'n determinen els preus, admeten diverses classificacions, segons el criteri que es consideri (aquestes classificacions no són excloents):

1) Segons la **localització** del mercat financer es pot diferenciar:

- **Mercats amb ubicació física:** modalitat en desús a Espanya, però no a la resta del món, que consisteix a concentrar els agents que participen en el mercat en un mateix lloc físic.
- **Mercats sense ubicació física:** no hi ha un lloc físic concret en què es trobin oferents i demandants.

#### Mercat ampli

Com més ampli sigui un mercat, més possibilitats hi ha d'estabilitat de preus si sorgeixen desequilibris temporals entre les ordres de compra i venda i, per tant, les fluctuacions de preus són menys importants, perquè la importància suficient de volums d'oferta i demanda entorn del preu d'equilibri o creuament fa que el mercat sigui líquid i que se n'atenuï l'efecte del desequilibri temporal.

#### Nota

La rapidesa en l'aparició de noves ordres està estretament condicionada per la perfecció i rapidesa dels canals de comunicació entre els agents que intervenen en el mercat.

## 2) Segons el sistema tecnològic tenim:

- **Mercat de viva veu o *corros*:** és un sistema de contractació de viva veu en grups determinats que es desenvolupa dins la sala de contractació o *parquet* a hores determinades. Està pràcticament en desús després de la introducció de les noves tecnologies.
- **Mercat electrònic:** mercat constituït per l'encreuament d'operacions de compravenda per mitjans electrònics, sense necessitat d'ubicació física concreta.

## 3) Segons la forma de negociació dels mercats es pot distingir entre els tipus següents:

- **Mercats directes:** són els mercats en què l'intercanvi d'actius financers es fa directament entre els demandants de finançament i els oferents de fons. Dins dels mercats directes es poden distingir dos tipus: el mercat directe a més és de cerca directa si els agents –compradors i venedors– s'encarreguen ells mateixos de buscar la seva contrapartida, amb una informació limitada i sense ajuda d'agents especialitzats.

Per exemple, el mercat d'accions que no es negocien a la borsa. Parlarem de mercats directes amb actuació d'un agent o broker, quan s'encarrega a un agent especialitzat la cerca de la contrapartida.

- **Mercats amb intermediaris:** són els mercats en què almenys un dels participants en cada operació de compra o venda d'actius té la consideració d'intermediari financer en sentit estricte.

## 4) Segons el termini dels actius financers que es negocien en els mercats es pot distingir entre els tipus següents:

- **Mercat monetari:** també anomenat *mercat de diners* o *money market* en anglès, és una part o tipologia de classificació del mercat financer, en el qual es fan operacions de crèdit o es negocien actius financers a **curt termini**, amb venciments que oscil·len entre un dia i un any aproximadament. Quan es parla de mercat monetari se sol fer referència tant al mercat primari com al mercat secundari dels diferents actius que s'hi negocien. La funció principal del mercat monetari és la de proporcionar al públic i als agents econòmics, en general, la possibilitat de mantenir una part de la seva riquesa en forma de títols o valors amb un grau de liquiditat elevat. A més, els mercats monetaris tenen una gran importància per al sistema financer d'una economia, perquè representen el principal instrument de transmissió de la política monetària, són la base de la inversió institucional i és on es determinen els tipus d'interès i de canvi que serviran de referència a tot el sistema financer i al conjunt de l'economia. Els agents econòmics que intervenen en aquest mercat oferint i demanant fons a curt termini són múltiples, però són principalment els bancs,

que juntament amb les administracions públiques tenen un gran pes en aquest mercat. Les institucions financeres no bancàries, com les companyies d'assegurances i els fons de pensions, si bé normalment inverteixen les seves disponibilitats en títols a llarg termini, també intervenen amb freqüència al mercat monetari per donar sortida als seus excedents de tresoreria temporalment ociosos.

Els principals mercats monetaris són: el mercat interbancari, el mercat de fons públics o deute públic, el mercat de divises, el mercat AIAF de renda fixa i el mercat hipotecari.

Les característiques principals del mercat monetari són:

- Els participants són **entitats financeres** amb molts recursos i especialitzades.
  - Els actius que es negocien són de **baix risc** a causa que les institucions tenen una solvència elevada i fins i tot amb garanties addicionals.
  - Disposen de **gran liquiditat**, és a dir, són fàcilment convertibles en efectiu, pel **curt termini de venciment** i l'existència de mercats secundaris.
  - Les operacions poden fer-se **directament o amb intermediaris** especialitzats.
  - A més, són molt **flexibles** i s'han originat una gran quantitat d'intermediaris, actius i noves tècniques d'emissió.
- **Mercat de capitals:** també conegut com a *mercat accionari* o *capital market* en anglès, és un tipus de mercat financer en què s'ofereixen i demanen actius financers a mitjà i llarg termini. L'objectiu principal és participar com a intermediari, canalitzant els recursos excedentaris i l'estalvi dels inversors. Està format per un conjunt d'institucions que faciliten la canalització entre l'estalvi privat i el finançament d'inversions de capital fix que puguin fer les empreses, amb la finalitat de buscar un rendiment per a la inversió.

Comprèn les operacions de col·locació i finançament de capital a mitjà i llarg termini (accions i bons) i la compravenda d'accions i participacions en societats mercantils. És important assenyalar que les accions suposen uns drets sobre els actius de les empreses, mentre que els bons representen drets estrictament financers pels diners que s'han emès. Inclou tant el mercat de valors com el mercat de crèdit a llarg termini.

**Nota**

A diferència del mercat de capitals, els mercats monetaris són els que ofereixen i demanen fons o liquiditat a curt termini.

5) Segons la **fase de negociació** en què es trobin els actius financers es pot distingir entre els tipus següents:

- **Mercats primaris:** són els mercats en què els actius financers intercanviats són de nova creació. Això significa que un títol només pot ser objecte de negociació una vegada en un mercat primari, que seria en el moment de l'emissió. Per aquest motiu, els mercats primaris també són anomenats *mercats d'emissió*.
- **Mercats secundaris:** en aquests mercats es comercia amb els actius financers ja existents, canviant la titularitat, però per a ser comprats i venuts en mercats secundaris els títols han de ser negociables legalment, facultat que només tenen alguns actius financers. Cal assenyalar que no tots els actius financers disposen d'un mercat secundari. Els emissors d'actius financers aconseguen finançament per mitjà del mercat primari. En el mercat secundari, es negocien aquests títols mitjançant la seva compravenda. Per aquest motiu són de gran importància, ja que permet la circulació d'actius entre els agents i la diversificació de la seva cartera, fet que contribueix al foment de la inversió i l'estalvi.

Per exemple, una empresa que vol finançar un projecte d'inversió decideix emetre accions, que se subscriuen i, per tant, els fons passen dels inversors a l'empresa. Aquesta transacció té lloc en el mercat primari entre l'emissor dels títols i el subscriptor, moment en què l'empresa obté fons. Per aquest motiu, el mercat primari també s'anomena *mercat d'emissió*. Amb posterioritat es poden fer més transaccions amb aquests títols, negociant aquestes transaccions en el mercat secundari, també anomenat *mercat de negociació*, que és on es dota de liquiditat als actius financers i on se'n determina el preu.

6) Segons el **temps transcorregut** entre la negociació i el lliurament de contrapartida es poden classificar en els tipus següents:

- **Mercat al comptat (*spot*):** el lliurament és immediat, és a dir, aproximadament dos dies en general, depenent del mercat. Tot i que en determinats mercats es pot entendre com al comptat sempre que no se superin els set dies de liquidació. Per exemple, accions, bons, lletres, certificats de depòsit, etc.
- **Mercats a termini (*forward*) i d'instruments derivats** (operacions a termini, futurs i opcions): el lliurament té lloc en un moment posterior al de negociació, en general a un mes, dos, tres, sis, dotze i fins i tot divuit mesos. Per exemple, una compra de divises a sis mesos.

Els derivats també són mercats de lliurament diferit en què es negocien productes denominats *instruments derivats* pel fet d'estar lligats a mercaderies físiques i actius financers ja existents i que confereixen un dret o obligació referida a un actiu del mercat al comptat. Aquest actiu sobre el qual es basen els instruments derivats és conegut com a *actiu subjacent*. Els instruments derivats bàsics són: contractes a termini, futurs, opcions i permutes financeres o *swaps*.

#### Vegeu també

En els mòduls posteriors s'explicarà amb més detall el mercat interbancari, el mercat de renda fixa –tant pública com privada–, i també el mercat borsari.



7) Segons el **grau d'intervenció** de les autoritats monetàries en els mercats es pot distingir entre els tipus següents:

- **Mercats lliures:** són els mercats en què el procés de formació de preus és lliure, de manera que el preu dels actius financers es determina per la lliure concurrència de l'oferta i la demanda, és a dir, es determina per les forces del mercat mateix.
- **Mercats regulats:** quan no es compleix la condició vista en els mercats lliures, és a dir, quan les autoritats monetàries influeixen en el procés de formació dels preus, es diu que són mercats regulats, intervinguts o administrats. Les formes d'intervenció són múltiples i es poden esmentar els exemples següents: fixar un tipus d'interès mínim o màxim, establir límits als preus, mitjançant l'existència d'un coeficient obligatori d'inversió, etc.

8) Segons l'**estructura organitzativa** es pot distingir entre els tipus següents:

- **Mercats organitzats:** són els mercats en els quals hi ha un conjunt de normes i reglaments que determinen el funcionament d'aquests mercats i a les quals s'han d'atenir tots els participants del mercat. Per exemple, les borses de valors.
- **Mercats no organitzats** (Over The Counter o OTC): són aquells mercats en què les transaccions no segueixen unes regles preestablertes sinó que dependran del que s'acordi entre les diferents parts. Per tant, les condicions de compravenda es fixen lliurement entre les parts en cada operació. Principalment, es dona en el mercat de derivats, atès que sovint es necessiten productes financers a mida per a cobrir un determinat risc.

9) Segons l'**àmbit d'aplicació** i connexió del mercat podem parlar dels tipus següents:

- **Mercats domèstics:** quan es refereix al mercat financer d'un país concret.
- **Mercats que operen a nivell internacional:** com l'euromercat i el mercat de divises.

Criteri	Tipus de mercat			
	Mercat amb ubicació física		Mercat sense ubicació física	
1. Localització	Mercat amb ubicació física		Mercat sense ubicació física	
2. Tecnologia	Mercat de viva veu o <i>corros</i>		Mercat electrònic	
3. Negociació	Mercats directes	<i>Brokers</i>	<i>Dealers</i>	Subhasta
4. Termini	Mercat de diner o monetari		Mercat de capitals	

#### Euromercats

Els euromercats són mercats financers en què governs i institucions financeres o empreses col·loquen bons i obligacions denominats en una divisa que no és la del seu país d'origen.

#### Lectura recomanada

Cuervo, A.; Calvo, L.; Rodríguez Sáiz Parejo, J. A. *Manual del sistema financiero español* (capítol 1, «Sistema financiero: características generales»). Ariel Economía.

Criteri	Tipus de mercat		
		Mercat de renda fixa (deute públic o RF corporativa)	Mercat de renda variable (accions)
5. Fase de negociació	Mercat primari	Mercat secundari	
6. Temps entre la negociació i el lliurament de contrapartida	Mercat al comptat ( <i>spot</i> )	Mercat a termini ( <i>forward</i> )	
7. Grau d'intervenció	Mercat lliure	Mercat regulat	
8. Estructura organitzativa	Mercat organitzat	Mercat OTC ( <i>over the counter</i> )	
9. Àmbit d'aplicació	Mercats domèstics o de moneda nacional	Euromercat	Mercat de divises

#### 4.4. La reforma del mercat de valors

El mercat de valors espanyol està regulat actualment pel Reial Decret Legislatiu 24/88, de 28 de juliol, del mercat de valors, modificada per la Llei 37/98, de 16 de novembre i, posteriorment, per la Llei 44/2002, de 22 de novembre, la Llei 47/2007, de 19 de desembre i la Llei 4/2015, de 23 d'octubre. El Reial Decret Legislatiu 24/1988, del mercat de valors, va representar una reforma profunda d'aquest segment del sistema financer espanyol. Les lleis posteriors han actualitzat l'anterior establint un marc regulador adaptat a les exigències de la Unió Europea, propici per al desenvolupament dels mercats de valors espanyols en l'entorn europeu, i incorporant noves mesures per a la protecció dels inversors. Aquest darrer reial decret pretén simplificar, clarificar i harmonitzar el conjunt normatiu aplicable als mercats financers. Té com a objectiu reforçar la claredat i la coherència de la normativa referent als mercats de valors i reduir-ne el fraccionament, per tal d'aconseguir un funcionament millor i més àgil dels mercats financers i de millorar la seguretat jurídica.

La Llei del mercat de valors (LMV) ha experimentat reformes pràcticament tots els anys per tal d'adaptar-se a la normativa comunitària, essent les de major repercussió les de 1988, 1998 i 2007. Aquestes reformes es poden qualificar d'innovadores perquè impliquen l'aparició al llarg dels anys i dins del sistema financer espanyol, del següent:

- 1) Nous mercats
- 2) Nous instruments financers
- 3) Noves formes de negociar, compensar i liquidar valors
- 4) Nous inversors institucionals

## 5) Un nou supervisor

### 4.4.1. La Llei 24/1988, de 16 de novembre, del mercat de valors

La Llei 24/1988 va canviar completament l'estructura de la intermediació de valors al país, on fins llavors el sistema era altament regulat i restringit en la contractació borsària. Es pot situar l'origen de la reforma en la creació de la Comissió per a l'Estudi del Mercat de Valors l'any 1978. En aquell moment hi havia un sistema d'entitats professionals catalogades com a entitats financeres que podien mantenir actius i passius financers, a part de prestar serveis i, per tant, contreure riscos amb els clients i amb el mercat.

Els objectius d'aquesta reforma eren, en principi, incrementar l'eficiència i competitivitat del mercat, a més de millorar les pautes de conducta dels qui hi intervenien. Els canvis que es van introduir a partir d'aquesta llei van ser:

- S'estructuren i organitzen els mercats, de manera que es distingeix entre mercat primari i mercat secundari.
- S'implanta el mercat únic, és a dir, hi continua havent quatre borses, però amb un sistema d'interconnexió borsària o mercat continu. Entre altres coses, aquesta integració garanteix el compliment de la clàssica llei econòmica d'un actiu, un preu, per a un determinat instant del temps.
- Es preveu la possibilitat de representació dels valors mitjançant anotacions en compte.
- Es crea la figura clau de control, supervisió i inspecció, és a dir, la Comissió Nacional de Mercat de Valors (CNMV).
- S'introdueixen les figures de les agències i societats de valors, que substituiran els agents de canvi i borsa. Les primeres no poden actuar per compte propi.
- S'eliminen les juntes sindicals de les borses, que se substitueixen per la figura de la Societat Rectora de la Borsa de Valors.
- S'estableix la Societat de Borses, formada per les societats rectores de cada borsa.
- Es crea el Servei de Compensació i Liquidació de Valors (SCLV), societat composta per les entitats implicades en la liquidació borsària i que és, a més, responsable del registre comptable dels valors representats en anotacions en compte.
- Es creen procediments per a imposar sancions per infraccions.

#### 4.4.2. La Llei 37/1998, de 16 de novembre, del mercat de valors

La segona gran reforma es va produir el 1998, gairebé deu anys després de la primera. L'objectiu era adaptar les entitats a la Directiva de serveis d'inversió i transformar així el model tancat que hi havia hagut fins al moment. En concret va comportar:

- La introducció del passaport comunitari o llicència única, en virtut del qual una empresa de serveis d'inversió (ESI), a l'empara de l'autorització de la seva seu social concedida per l'Estat, pot prestar serveis d'inversió en la resta de la Unió Europea, tant establint-se en altres estats a partir d'una sucursal com oferint-hi els seus serveis.
- Qualsevol ESI pot accedir a qualsevol mercat en condició de membre i adherir-se als sistemes de compensació i liquidació.
- Es regula per primera vegada el funcionament del mercat de derivats. Per tant, s'amplia l'elenc d'instruments financers als quals és aplicable la Llei del mercat de valors, incloent-hi ara les noves realitats financeres (permutes financeres o *swaps*, FRA, opcions, futurs, etc.).
- Es regula un mecanisme nou en el nostre mercat de valors, el **Fons de Garantia d'Inversions**, fruit de l'exigència de la normativa comunitària.
- Es trenca el monopoli que tenien les societats i agències de valors pel que fa a portar el registre de valors negociables en anotacions en compte per a valors no negociats en els mercats secundaris oficials.
- S'introdueixen modificacions en l'admissió i exclusió de valors a negociació per a agilitar-les i per tal que el període entre una nova emissió i la seva negociació en borsa sigui menor.
- Es redefineix el concepte d'*oferta pública* de venda de valors per a tots els valors, tant els negociats en els mercats com els no negociats.
- Es modifica el règim jurídic de les societats anònimes. Es regulen les accions preferents i, especialment, les accions sense vot. Se suprimeix el dividend mínim d'un 5%, que era obligatori per a aquestes. També apareix la figura de les accions rescatables.
- Es defineixen els **mercats secundaris oficials** i, dins d'aquests, la borsa de valors.
- Es determinen quines són les **operacions** d'un mercat secundari oficial de valors. Es consideren com a tals les transmissions per títol de compraven-

##### Nota

Segons el principi del país d'origen (home country), les condicions d'autorització i d'exercici les estableix el país d'on provenen les empreses. Tanmateix, les normes de conducta les estipula el país on es presta el servei (host country).

##### El mercat de derivats

És un mercat financer en el qual es negocien i contracten instruments derivats, principalment futurs, opcions i permutes financeres o *swaps*. Els productes derivats tenen com a objectiu principal cobrir els riscos de l'actiu subjacent.

##### Nota

Aquest organisme té una certa semblança amb els fons de garantia de les entitats de crèdit: indemnitza els inversors en els casos d'insolvència o de situacions concursals de les empreses dels serveis d'inversió. Això no significa, en cap cas, que el fons cobreixi riscos de crèdit o pèrdues de valor en les inversions.

da o altres negocis onerosos característics de cada mercat, sobre valors o instruments financers admesos a negociació.

### Article 31

1) Són mercats secundaris oficials de valors els que funcionen regularment, d'acord amb el que preveuen aquesta llei i les seves normes de desplegament, en especial, quant a les condicions d'accés, admissió a negociació, procediments operatius, informació i publicitat.

2) Es consideren mercats de valors secundaris els següents:

a) Les borses de valors.

b) El mercat de deute públic representat amb anotacions en compte, gestionat per la Central d'Anotacions.

c) Els mercats de futurs i opcions, qualsevol que sigui el tipus d'actiu subjacent, financer i no financer.

d) Qualsevol altre, d'àmbit estatal, que compleixi els requisits que preveu l'apartat 1 i s'autoritzi en el marc de les previsions d'aquesta llei i de la seva normativa de desplegament, i també els d'àmbit autonòmic que autoritzin les comunitats autònomes amb competència en la matèria.

- Es defineixen com a operacions **ordinàries** les fetes segons les regles de funcionament del mercat secundari oficial de què es tracti.
- Es defineixen com a operacions **extraordinàries** les no subjectes a totes o a alguna de les regles de funcionament del mercat secundari oficial.

#### Web recomanat

Visiteu el web de la CNMV. Hi podreu consultar les diferents reformes de la LMV i els serveis i la informació que la CNMV ofereix en línia.

#### 4.4.3. La Llei 44/2002, de 23 de novembre, del mercat de valors

Com a conseqüència de l'acceleració en el procés d'integració financera, i també tenint en compte la necessitat d'augmentar l'eficiència i la competitivitat del sistema financer espanyol, es van incorporar una sèrie de reformes en el sistema financer amb aquesta llei. La reforma operada en aquesta matèria consolidarà algunes pràctiques del mercat i establirà un marc regulador adaptat a les exigències de la Unió Europea, propici per al desenvolupament dels mercats de valors espanyols en l'entorn europeu, incorporant noves mesures per a la protecció dels inversors.

En aquest sentit, els canvis principals els trobem en:

- La Llei transposa a l'ordenament jurídic espanyol aplicable en l'àmbit financer diverses directives comunitàries.
- Assegurar que l'ordenament jurídic no imposi traves innecessàries que col·loquin les entitats financeres en desavantatge davant dels seus homòlegs comunitaris.

- Assegurar que l'increment de la competència i la utilització de les noves tecnologies no donin lloc a una desprotecció dels clients de serveis financers.
- Definir un règim de control d'informació rellevant en el sentit d'aquell coneixement que pugui afectar un inversor per a adquirir o transmetre valors o instruments financers i, per tant, pugui influir de manera sensible en la seva cotització en un mercat secundari.
- Mesures per a impedir el flux d'informació privilegiada dins de les entitats. Per això es van introduir mesures de reducció o prohibició de conflictes d'interès entre les parts.
- La Llei dota de seguretat els denominats *acords de compensació contractual* davant les situacions eventuais de fallida de les parts. La Llei esten la norma anterior a operacions fora de mercat (OTC).
- Introducció les condicions de finançament de les pimes.

#### **4.4.4. La Llei 47/2007, de 19 de desembre, del mercat de valors**

Es una reforma menor que les anteriors donat que l'objectiu és completar i solucionar les deficiències de l'anterior. Malgrat tot és una reforma molt completa. A més amb la MiFID es culmina el procés evolutiu que va iniciar-se el 1988, i representa un gran canvi en les relacions amb els intermediaris i el seu accés als mercats de valors.

MiFID (de l'anglès *markets in financial instruments directive*) és la Directiva sobre mercats d'instruments financers. La característica principal és que introdueix un mercat únic i un règim regulador comú per als serveis financers en els estats membres de la Unió Europea, i en altres estats de l'àrea econòmica europea.

Els objectius principals que es pretenen assolir amb la Directiva són:

- Completar el mercat únic de serveis financers de la Unió Europea.
- Respondre als canvis i innovacions amb relació a la seguretat dels mercats.
- Protegir els inversors. Aquesta directiva en substitueix una altra, la Directiva de serveis i inversions (Directiva 93/22/EEC), (*ISD, investment services directive*).
- Fomentar l'equitat, la transparència, l'eficàcia i la integració dels mercats financers.

Cal assenyalar que entre els beneficis més destacats de la nova Directiva hi ha l'augment de la protecció dels interessos dels inversors, tant pel perfeccionament de les normes de conducta en relació amb els clients, com pel reforç dels requisits d'organització. A més, s'incrementa la confiança dels inversors en els mercats financers, proporcionant més transparència i més informació homogènia i simplificada. També es pretén fomentar una gestió del risc més efectiva, de manera que beneficiï tant l'inversor com l'assessor i es busca una unitat de mercat –més empreses d'inversió dels diferents estats de la UE actuant en diversos països lliurement.

Així doncs, la directiva MiFID introdueix un únic mercat i règim regulador per als serveis d'inversió a tota la Unió Europea, a més de donar resposta als canvis i innovacions que demanden els mercats pel que fa a seguretat i protecció dels inversors. Aquesta regulació té un sentit totalment liberalitzador, donat que afavoreix la competència entre diversos sistemes de negociació. Com a conseqüència, hauria de permetre assolir un major grau d'eficiència en el conjunt de contractació de valors.

A banda d'aplicar la directiva MiFID, la reforma en la LMV (Llei 47/2007) inclou altres modificacions en el mercat financer. A continuació es detallen les principals novetats d'aquesta reforma:

- Elimina el monopoli de les Borses sobre la contractació d'accions. De manera que nous sistemes multilaterals de negociació (SMN) o sistemes d'internalització d'ordres dins dels grups financers podran competir amb les borses.
- Obliga les entitats financeres que prestin serveis d'inversió a conèixer el client. Han de procedir a classificar els clients i els serveis que s'ofereixin als clients minoristes han de ser adequats al seu perfil. Per assessorar-ne o gestionar-ne la cartera, s'ha de vetllar per la seva idoneïtat, és a dir, per la seva adaptació als objectius i situació financera del client.
- Les entitats hauran d'organitzar-se amb noves funcions internes, de compliment normatiu, auditoria i gestió de riscos. Hauran de publicar les polítiques de millor execució de les ordres dels clients i també les de gestió de conflictes d'interès.
- L'assessorament financer en matèria d'inversió passa a ser un servei d'inversió sotmès a l'autorització de la CNMV. Pot ser exercit tant per persones físiques com per societats.
- La CNMV reforça les seves potestats, per exemple, ara pot demanar l'embargament o la congelació d'actius.

#### Web recomanat

Podeu consultar més informació sobre la MiFID en el web de la CNMV, dins l'apartat de legislació.

## 4.5. Estructura del mercat de valors

El mercat de valors espanyol ha viscut al llarg dels anys un procés de creixement ferm. Els sistemes tècnics, operatius i d'organització en què es fonamenta avui el mercat l'han dotat de més transparència, liquiditat i eficàcia.

El 15 de febrer de 2002 es va constituir oficialment el hòlding de borses i mercats espanyols (BME). Es tracta de la integració de les quatre borses (Madrid, Bilbao, València i Barcelona) més el mercat borsari LATIBEX i el mercat alternatiu borsari (MAB), els mercats de renda fixa AIAF i SENAF, el de futurs financers (MEFF) i el de futurs sobre cítrics, i també la Central d'Anotacions del Banc d'Espanya, el Servei de Compensació i el Servei de Compensació i Liquidació de Valors (SCLV). L'objectiu d'aquest hòlding és incrementar l'eficàcia i la capacitat de competència del conjunt de mercats. Aquesta nova societat és responsable de la unitat d'acció, decisió i coordinació estratègica dels mercats espanyols. El BME cotitza en la borsa des del juliol del 2006.

BME cotitza a la borsa espanyola i, tal com podreu veure més endavant, el juliol de 2007 va passar a ser una de les trenta-cinc empreses que integren l'IBEX 35. No obstant, el juny de 2015 va sortir-ne, juntament amb Acciona, i van ser substituïdes per Acerinox i AENA.

### Bibliografia

Si teniu curiositat de veure les entrades i sortides d'empreses a l'IBEX 35 des de la seva creació, podeu consultar-les precisament al web de BME, que també integra la Sociedad de Bolsas, empresa del Grup BME, propietària de l'índex IBEX 35 i encarregada de la seva estructura, la gestió, el govern, el càlcul i la difusió.

[http://www.bmerv.es/esp/Indices/Ibex/ComposicionHistorica\\_Ibex.aspx](http://www.bmerv.es/esp/Indices/Ibex/ComposicionHistorica_Ibex.aspx)

### Web recomanat

Podeu consultar més informació al web de borses i mercats espanyols.



## 5. Desenvolupament dels mercats financers

Després de la Segona Guerra Mundial es van establir les relacions econòmiques internacionals amb finalitats proteccionistes, facilitant la reconstrucció de les economies de postguerra i desenvolupant sistemes de canvi pactats a Bretton Woods el 1944. Aquest sistema buscava crear un clima d'estabilitat de tipus de canvi que alhora permetés que el comerç internacional i les operacions financeres internacionals es desenvolupessin.

Més tard, durant els anys cinquanta del segle passat, es van crear mecanismes per a propiciar que l'economia creixés més i una estabilitat política més gran, mitjançant una integració econòmica, la Comunitat Econòmica Europea (CEE). Procés que posteriorment va donar lloc a una Unió Econòmica i Monetària (UEM), mitjançant la qual s'eliminaven barreres a la lliure circulació de mercaderies, serveis, treballadors i capital.

Seguidament, cap als anys setanta, es va donar un període de desequilibri monetari i financer. Fets com la suspensió de la convertibilitat del dòlar, la lliure flotació de les monedes o la crisi energètica, amb els greus desequilibris financers que hi anaven associats, van portar canvis de funcionament en els mercats i finances internacionals. En aquest sentit, es pot parlar d'un període de reestructuració de l'entorn monetari i financer. Aquests canvis es van reflectir no solament en les relacions geoestratègiques entre diferents estats, sinó que es van traslladar també al funcionament dels mercats financers.

Al llarg dels anys s'han anat creant diferents organismes internacionals amb la finalitat de dotar de més llibertat el sistema econòmic. Però malgrat els esforços per eliminar barreres a les transaccions internacionals, una de les limitacions tradicionals difícil de solucionar ha estat la falta d'informació sobre companyies estrangeres i la càrrega fiscal aplicable. Al llarg dels anys s'han instaurat diversos mecanismes per a disposar amb més facilitat d'informació sense que això suposi incórrer en costos de transacció excessius.

Si els mercats financers fossin perfectes, tota la informació sobre qualsevol valor cotitzat en el mercat primari o en el mercat secundari estaria disponible de manera contínua i lliure. Tanmateix, hi hauria també informació completa sobre els inversors que operen en els mercats comprant i venent. Malgrat tot, els mercats són imperfectes i la informació completa és difícil d'obtenir. És per això que es fan necessàries unes institucions financeres que regulin els mercats.

### Nota

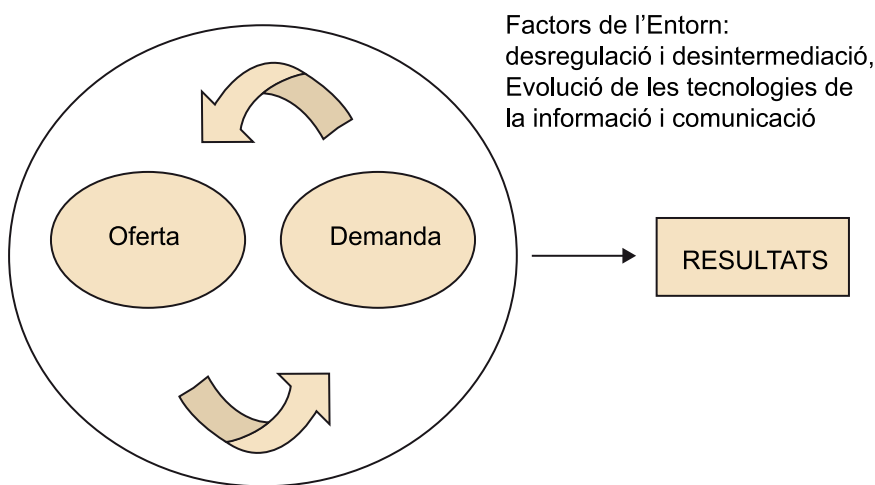
S'han creat organismes com el Fons Monetari Internacional (FMI), l'Organització Mundial del Comerç (OMC), l'Organització de Cooperació i Desenvolupament Econòmic (OCDE) i la Conferència de les Nacions Unides sobre Comerç i Desenvolupament (UNCTAD), entre d'altres.

El sistema financer d'un país té una importància vital per al seu desenvolupament econòmic, atès que representa l'existència d'un marc institucional dins el qual hi ha una estructura capaç d'exercir control i coordinar les activitats econòmiques.

### 5.1. Transformació dels mercats financers en els darrers anys

Al llarg dels darrers anys, els mercats financers han experimentat una transformació profunda en tots els sentits. Aquests canvis es deuen a una combinació de diferents factors relacionats entre ells. Hi trobem factors de l'entorn, de l'oferta i de la demanda dels mercats financers.

Gràfic 1: Elements influents en la transformació dels mercats financers



Per una banda, els diferents processos de desregulació financera i la llibertat de moviments de capitals, juntament amb el ràpid progrés tècnic, principalment de les telecomunicacions i la tecnologia de la informació, han comportat una globalització dels mercats financers i l'evolució i aparició de nous productes financers caracteritzats per la innovació financera.

Així doncs, a l'hora de parlar dels factors de l'entorn és obligat fer referència a una sèrie d'elements com són la desregulació i la desintermediació financera, i l'evolució de les tecnologies de la informació i comunicació. La combinació d'aquets elements permeten explicar una part important dels canvis que han patit els mercats financers en els darrers anys.

#### 5.1.1. Desregulació i desintermediació financera

Fins al final dels anys setanta, el sistema financer espanyol, altament bancaritzat, estava sotmès a una forta regulació i control que en limitava l'actuació en general.

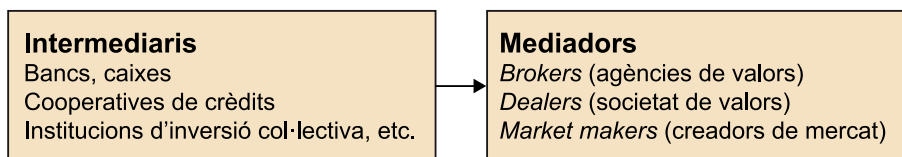
Dins el marc de regulació bancària hi havia coeficients d'inversió obligatoris per a finançar activitats de sectors prioritars en condicions més avantatjoses. Els tipus d'interès estaven fixats per llei, de manera que es creava un diferencial

mecànic de tipus d'interès actius i passius. D'aquesta manera, no s'asseguraven únicament els beneficis de les entitats financeres, sinó que, a més, es dificultava substancialment la competència en els preus.

L'única competència entre entitats financeres era la de volum de negoci i, per aquest motiu, es va configurar una estructura bancària amb una densa xarxa d'oficines que, al seu torn, avui encara actua com a barrera d'entrada de la banca estrangera en el mercat bancari espanyol.

Per contra, el procés de **desintermediació** dels darrers anys, basat en la desaparició progressiva d'intermediaris i la seva substitució per mediadors, ha implicat un desenvolupament creixent dels mercats financers, –especialment dels de capitals–, i la conseqüent pèrdua de rellevància dels productes bancaris més tradicionals.

Així doncs, s'ha passat de les rígides regulacions nacionals dels anys setanta a un mercat internacional altament desregulat i a un panorama completament diferent.



**Nota**

Els mediadors simplement posen en contacte estalviadors i emissors d'actius financers.

El resultat d'aquest nou marc, propiciat per la **desregulació** financera, ha estat un increment notable de la mobilitat internacional de capitals, que ha facilitat una assignació més eficient dels recursos mundials, una diversificació més gran de riscos i un estímul al creixement de les economies dels mercats emergents. Així doncs, l'eliminació de fronteres entre els diferents intermediaris i mercats ha comportat una oferta cada vegada més important de productes i serveis financers.

Per contra, la desregulació més gran també ha provocat una complexitat més gran dels mercats i, com a conseqüència, una inestabilitat més gran, entesa com una **volatilitat** més gran dels mercats. Per tant, els agents del mercat demanen productes per protegir-se enfront d'aquestes oscil·lacions dels preus o, simplement, enriquir-se, mitjançant l'especulació.

### 5.1.2. Tecnologies de la informació i la comunicació

Un altre factor important en la transformació del sistema financer és el canvi tecnològic. El cost principal d'un intermediari financer és la gestió de la informació, la qual és necessària per a valorar els diferents riscos (especialment el

risc d'impagament) i per a gestionar la compravenda dels títols, el pagament de les obligacions corresponents i la solució dels possibles conflictes i incompliments en els mandats contractuals.

Per tant, el desenvolupament dels mercats financers ha necessitat uns processos de tractament i gestió de la informació a un cost relativament baix. El suport tècnic que ho ha permès ha estat el desenvolupament de la informàtica i les telecomunicacions. Amb aquestes, tot ha canviat i ha estat possible oferir productes i processos financers a un cost sensiblement més reduït.

Tanmateix, les noves tecnologies han permès una integració mundial dels mercats que possibilita i fomenta la negociació ininterrompuda (les vint-i-quatre hores del dia) de pràcticament la majoria d'actius financers.

## 5.2. Innovació financera

La innovació financera és un concepte que resulta imprecís de definir, però es pot entendre com un desenvolupament dins d'un sistema financer de nous productes, processos i mercats que augmenten l'eficiència del sistema, o el fan més complet, en el sentit de complir els requisits de noves demandes dels diferents agents econòmics.

Fins als anys vuitanta, les innovacions financeres que es donaven als mercats anaven orientades a equilibrar o millorar la relació del binomi preu-risc. És a dir, transferència del risc d'insolvència, innovacions per a generar liquiditat al sistema, o instruments que ajudessin a incrementar els recursos propis o aliens disponibles en les empreses.

Actualment, la innovació introduïda als mercats financers s'ha desenvolupat encara més principalment pels motius següents:

- L'increment de la volatilitat en tipus d'interès, en tipus de canvi i preus dels actius financers.
- Els avenços produïts en la informàtica i telecomunicacions.
- La competència creixent entre els intermediaris financers.
- Una falta de normativa legal i fiscal única que reguli els mercats de manera global.

Dins del procés d'innovació financera hi ha la construcció i elaboració de productes financers, és a dir, l'**enginyeria financera**. Podríem definir *enginyeria financera* com la part de la gestió financera que es basa en el disseny i l'elaboració de productes financers que tenen un objectiu específic. No es

<sup>(1)</sup>Aquests productes financers s'estudien amb més detall més endavant.

tracta de qualsevol producte financer sinó dels que es construeixen a partir dels anomenats *productes derivats*, principalment futurs, opcions i permutes financeres (*swaps*<sup>1</sup>).

En un clima de forta competència entre operadors (bancs, agents de canvi, *brokers*, intermediaris financers, etc.) dins un sistema completament integrat dels mercats financers, és inevitable l'increment de la volatilitat i el risc més gran en el conjunt d'operacions financeres. Aquesta inestabilitat ha portat a una situació en què moltes empreses i inversors demanen un tipus d'actius per a gestionar aquests riscos, amb la finalitat de minimitzar-lo.

Una de les innovacions de productes dels anys vuitanta, que va agafar una gran embranzida als anys noranta i que al 2000 es va estendre per tot Europa va ser la **titulització d'actius** (*securitization* en anglès).

Es defineix *titulització d'actius* com l'agrupament de préstecs i la reconversió i venda posteriors d'altres títols suportats per aquests préstecs inicials. En particular, és una tècnica financera que consisteix a transferir als inversors dels actius financers com ara els crèdits (per exemple préstecs o hipoteques en curs), transformant aquests crèdits mitjançant un fons *ad hoc*, en títols financers emesos i negociats en el mercat dels capitals. D'aquesta manera actius no líquids es converteixen en altres que poden generar liquiditat immediata. L'èxit rau en els avantatges principals següents:

- Atorguen liquiditat al mercat.
- És una via de finançament per a l'originador.
- Pot reduir l'exposició al risc per part de l'originador.

Tot i que sovint el que es titulitzen són préstecs i que Espanya destaca precisament per les nombroses titulitzacions hipotecàries que s'hi han realitzat, es poden titulitzar actius que no tinguin res a veure amb les hipoteques. Per exemple, El Corte Inglés el 2013 va titulitzar cobraments derivats de la seva targeta, Volkswagen a finals de 2015 va titulitzar crèdits que havia concedit per la compra de cotxes (crèdits en molts casos vinculats a cotxes afectats per l'escàndol de les emissions) i l'Atlético de Madrid el 2016 va titulitzar els drets de televisió dels seus partits. A la resta del món podem trobar titulitzacions de peatges d'empreses d'autopistes, de rebuts de telèfon, gas, llum, aigua...

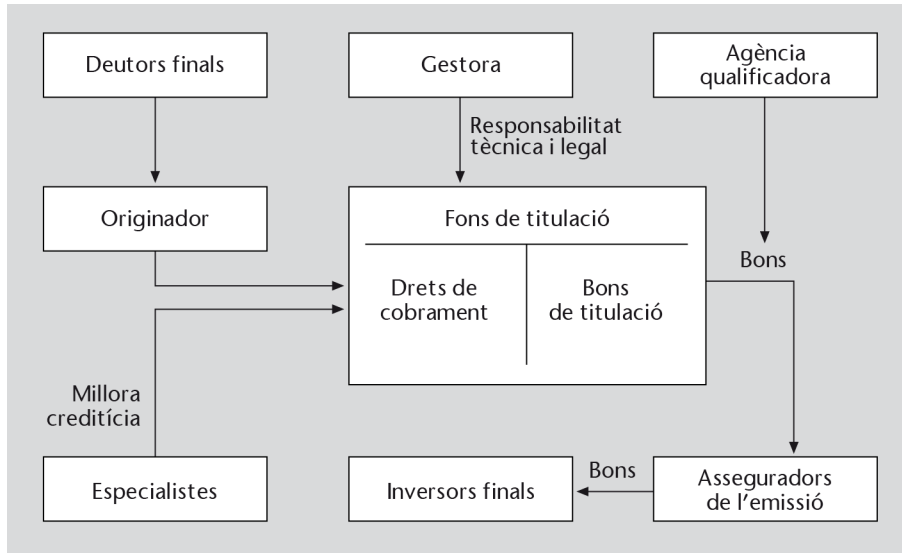
I un darrer matís important sobre la titulització: cal tenir en compte qui és l'emissor en aquestes operacions, ja que es tracta d'un fons de titulització (FT) que es crea *ad hoc* per a l'operació. O sigui, que la titulització presenta la peculiaritat que qui inicia el procés per captar finançament no acaba sent l'emissor dels títols. Els bancs que titulitzen hipoteques les venen a l'FT, que serà qui emetrà els bons. El banc ha aconseguit finançament (els diners que obté de l'FT en vendre les hipoteques) però no ha emès els bons. Quan David Bowie



va titulitzar els seus *royalties*, el que va fer va ser vendre'ls a un FT; per aquesta venda va aconseguir finançament, però qui va emetre els Bowie Bonds va ser l'FT.

És per això que a qui inicia un procés de titulització sovint se l'anomena *originador*, ja que tot i que és qui capta el finançament no és l'emissor dels títols.

Figura 1. Esquema d'un procés de titulització



### 5.3. Globalització financera

La globalització, entesa com la integració i interconnexió creixents de diversos mercats interiors en un únic mercat financer internacional, ha canviat dramàticament l'entorn econòmic i ha modificat el sistema financer. Però aquest canvi de funcionament té els seus avantatges i desavantatges.

Un entorn financer cada vegada més integrat ha beneficiat els països en el sentit que permet vendre més béns i serveis fora, es disposa de nombrosos productes importats, apareixen noves oportunitats d'inversió a l'exterior, facilita l'accés a la innovació tecnològica i permet obtenir finançament exterior, generant més ocupació i creixement del país. No obstant això, les inestabilitats financeres han constituït un fenomen que han castigat nombrosos països i regions del món.

Per *globalització financera* s'entén la dependència financera creixent entre els països del món provocada pel volum cada cop més gran de les transaccions transfrontereres de fluxos de capital.

La liberalització del règim financer internacional i la proliferació de noves tècniques i instruments de tipus financer, juntament amb el desenvolupament ràpid de les tecnologies de la informació i comunicació, han tingut un paper crucial en l'impuls de la globalització.



Amb la crisi financera d'Àsia durant el bienni 1997-1998, es va posar de manifest que existia una interdependència més gran entre les diferents regions del món.

Mentre que en el passat la majoria de borses de tot el món estaven limitades per les fronteres nacionals i les seves indústries específiques (per exemple, la borsa espanyola era un mercat format principalment per bancs i elèctriques), avui dia es pot observar una expansió internacional dels mercats financers i una consolidació de les borses financeres mundials cada vegada més forta.

Un senyal clar d'això és la sensibilitat dels índexs borsaris de diferents centres financers, quan són arrossegats a la baixa per qualsevol informació negativa que es doni en un mercat financer nacional particular.

El creixement espectacular dels mercats financers a causa de la desintermediació, l'aparició de nous instruments financers i l'avenç tecnològic, ha permès connectar els mercats entre ells a través d'uns sistemes avançats d'informàtica i telecomunicacions.

Aquest procés comporta uns efectes molt positius per a les empreses i accionistes a tot el món. La globalització del mercat financer permet als inversors de qualsevol país no restringir-se a les possibilitats en els mercats del territori nacional, sinó que poden col·locar el seu capital en els diferents mercats del món, aprofitant així alternatives d'inversió a nivell internacional i diversificant el risc al màxim.

Les empreses, per la seva banda, poden captar recursos a costos menors dels que obtindrien en els seus mercats locals i beneficiar-se d'economies de gran escala. És a dir, com a conseqüència de la interconnexió dels mercats financers s'incrementa l'eficiència de totes les operacions en reduir els costos i afavorir una millor assignació dels recursos a escala mundial.

D'altra banda, els desavantatges o riscos d'aquesta globalització financera es troben en l'anomenat *efecte contagi*, que es posa de manifest quan sorgeix una crisi en alguna zona econòmica i automàticament es veuen sacsejats altres

mercats financers. Un exemple d'això, tal com s'ha comentat anteriorment, és la crisi financera del 2008 que es va iniciar als Estats Units amb la crisi de les *subprime* i ràpidament es va estendre per altres països.

## 5.4. Ètica financera

### 5.4.1. Definició d'ètica

L'ètica en general té a veure amb el comportament humà d'allò que és acceptable o «bo» i el que no és acceptable o «dolent», basada en la moralitat convencional. Normes ètiques generals inclouen la veracitat, l'honestetat, la integritat, el respecte pels altres, l'equitat i la justícia. Es refereixen a tots els aspectes de la vida, incloent-hi els negocis i les finances. L'ètica financera és, per tant, un subconjunt d'ètica general.



Les normes ètiques són essencials per a mantenir l'estabilitat i l'harmonia en la vida social, en què les persones interactuen les unes amb les altres. En el procés de l'evolució social, s'ha desenvolupat no solament un instint per a tenir cura de nosaltres mateixos, sinó també una consciència de tenir cura dels altres. És possible que sorgeixin situacions en les quals la necessitat de tenir cura de nosaltres mateixos entri en conflicte amb la necessitat de tenir cura dels altres (conflicte d'interessos). En aquestes situacions, les normes ètiques són necessàries per a guiar el nostre comportament.

La teoria financera i econòmica subjacent al sistema capitalista modern es basa en el paradigma racional maximitzador, que sosté que les persones són egoistes i que es comporten racionalment quan tracten de maximitzar els seus propis interessos. El model de la teoria de l'agent es refereix a un acord pel qual una de les parts, que actua com a agent d'una altra, porta a terme certes funcions en nom d'aquesta altra.

### 5.4.2. L'ètica i les finances

La dimensió ètica de les finances es manifesta en tres nivells diferents i complementaris: el nivell individual, el nivell organitzatiu i el nivell sistemàtic.

El **nivell individual** inclou les obligacions professionals dels diversos agents implicats. En aquest nivell s'esperen actuacions de responsabilitats professionals i el compliment de requisits ètics d'un agent o *broker*, un venedor d'assegurances, un analista d'inversió o el director financer d'una empresa.

En el **nivell institucional** es considera l'entorn de l'empresa i l'organització. Aquí ens podem trobar amb diverses qüestions de tipus ètic: des de la manera d'entendre la finalitat de l'empresa, passant per múltiples conflictes d'interessos, fins pressions organitzatives per a assolir uns objectius determinats. La indefinició de responsabilitats, un entorn on es premiï la consecució



ció dels objectius a qualsevol preu o uns sistemes d'incentius dissenyats sense considerar la dimensió ètica, poden conduir a conductes que s'allunyin del comportament suposadament ètic.

En tercer lloc, hi hauria el **nivell del sistema econòmic** en conjunt. En aquest cas, s'inclou la globalització, la pobresa, el subdesenvolupament, la desigualtat de la riquesa, etc.

Els mercats, i especialment els mercats financers, necessiten, per a ser eficients, fixar adequadament els preus i agilitzar els intercanvis entre les parts contractants, transmetre credibilitat i generar entre els usuaris la confiança necessària perquè aquests decideixin seguir operant mitjançant aquests mecanismes. Naturalment, aquesta confiança no es pot generar si es donen pràctiques abusives en el mercat o hi ha manipulació de la informació o del mercat, com ara la divulgació de notícies falses o enganyoses. Aquestes pràctiques resulten rebutjables des d'un punt de vista ètic, ja que no és correcte que algú, valent-se d'informació no pública, la faci servir en benefici propi, comprant o venent un actiu a un preu i en uns terminis diferents a aquells que no disposaven de la informació i que, per tant, no han pogut escollir de manera eficient les seves estratègies.

Així doncs, cal evitar situacions com la que es llegia en premsa el 2002 referent a Puleva Biotech:

«El consell de la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) va acordar ahir remetre al ministeri fiscal les actuacions derivades d'una investigació sobre un individu que va difondre informació falsa a Internet sobre Puleva Biotech, amb la finalitat de manipular el preu de les accions d'aquesta empresa.

Fonts de l'organisme regulador van explicar que la persona objecte de la investigació va difondre a través d'un xat d'Internet diverses informacions falses sobre Puleva Biotech, a fi de manipular els preus dels títols de la companyia. Aquest delicte està tipificat en l'article 284 del Codi penal i per això la CNMV ha remès el cas a la fiscalia [...].»

O bé, una més recent sobre la manipulació del tipus d'interès Líbor:

«[...] Entre 2005 i 2008, aquests operadors o *traders* van influir en la fixació de preus de la taxa Líbor (*London interbank offered rate*), un índex de referència que estableix els preus de valors avaluats a fins a 800 bilions de dòlars i influeix en altres taxes de referència.

Les taxes Líbor són fixades diàriament pels reguladors bancaris britànics, que reben cotitzacions de fins a 18 bancs sobre el que els costa demanar prestat en els mercats públics cada dia [...].»

D'altra banda, també és important assenyalar que l'aparició de productes d'enginyeria financera cada vegada més complexos i sofisticats, difícilment comprensibles sense una formació adequada, porten a una condició asimètrica on la informació del producte contractat no s'està traslladant per complet.

Els intermediaris financers proporcionen diversos serveis tant als individus com a les empreses i a l'Administració pública. Aquests poden mantenir una simple relació de comprador-venedor amb els clients, com poden ser assessors i planificadors de les inversions dels seus clients amb tot el que comporta d'exigència ètica aquest tipus d'actuació professional.

I és en aquest entorn quan entra en joc la **teoria de l'agència**, perquè poden aparèixer múltiples conflictes d'interessos, és a dir: situacions en les quals l'interès particular d'una de les parts interfereix amb interessos del client. Aquest tipus de situacions són difícils de controlar i, sempre que generin incentius suficients, poden donar lloc a conductes oportunistes.

La interconnexió dels mercats provocada per la gran transformació financera ha conduït a un mercat amb un ràpid creixement del preu dels actius, amb innovacions financeres, amb major volatilitat que sumat a l'entorn econòmic actual amb tipus d'interès baixos i abundant liquiditat, han permès grans beneficis a partir de l'especulació i l'apalancament.

Malgrat tot, en aquest entorn d'aparent creixement econòmic han fallat alguns mecanismes de regulació i control.

Exemples d'això els trobem en la concessió d'hipoteques *subprime* que eren d'entrada de dubtós cobrament, la ràpida titulització de les hipoteques que permetia comptablement que aquestes sortissin del balanç, la creixent remuneració dels directius basada en opcions sobre accions (*stock options*), que portaven a l'obtenció de rendibilitats a curt termini o les situacions d'elevat risc que han assumit algunes institucions financeres confiades en una garantia sobre els seus passius per part del Govern.

Tot això ha portat a una desconfiança en tots nivells, tant lleis, com institucions i entitats financeres. La recuperació de la confiança i la creació de les condicions que permetin desenvolupar un sistema financer basat en la confiança són dues de les raons de pes per a desenvolupar una cultura ètica en les institucions financeres. Cal tenir en compte que per ell mateix el mercat és vulnerable davant pràctiques injustes i que, per tant, és necessària una transparència i una justícia per a evitar que es repeteixin les mateixes pràctiques.

De manera que qualsevol persona que es trobi relacionada amb el món financer –des dels analistes fins als reguladors– ocupa una posició que ha de permetre generar la confiança que comporta actuar seguint una ètica professional i financera. És per això que és important ordenar èticament la professió a través de codis deontològic i d'ètica professional.

Malgrat tot, en darrera instància, el nivell d'ètica financera aplicat dependrà de la interrelació de diferents elements com són: la integritat de les persones individuals, el lideratge moral dels qui ocupen els càrrecs de responsabilitat i d'una comprensió del que significa la dimensió ètica de l'activitat financera.

