
Introducción al sistema financiero

PID_00248033

Elisabet Ruiz Dotras
Lluís Sust

**Elisabet Ruiz Dotras**

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales. Profesora agregada de los Estudios de Economía y Empresa de la UOC. Ha realizado estancias de investigación en la UCLA y también en la City University of Hong Kong. Es miembro del grupo de investigación DigiBiz.

**Lluís Sust**

Máster en Mercados financieros. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales. Director de Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros. Profesor asociado de la Universidad de Barcelona.

Quinta edición: febrero 2019
© Lluís Sust, Elisabet Ruiz Dotras
Todos los derechos reservados
© de esta edición, FUOC, 2019
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona
Diseño: Manel Andreu
Realización editorial: Oberta UOC Publishing, SL



Los textos e imágenes publicados en esta obra están sujetos –excepto que se indique lo contrario– a una licencia de Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada (BY-NC-ND) v.3.0 España de Creative Commons. Podéis copiarlos, distribuirlos y transmitirlos públicamente siempre que citéis el autor y la fuente (FUOC. Fundació para la Universitat Oberta de Catalunya), no hagáis de ellos un uso comercial y ni obra derivada. La licencia completa se puede consultar en <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/es/legalcode.es>

Índice

1. Definición y objetivos del sistema financiero.....	5
2. Agentes participantes en un sistema financiero.....	6
3. Activos financieros.....	8
3.1. Activos financieros: características	8
3.2. Activos financieros: clasificación	9
4. Mercados financieros.....	11
4.1. Mercado financiero: definición	11
4.2. Mercado financiero: características	11
4.3. Mercado financiero: clasificación	13
4.4. La reforma del mercado de valores	18
4.4.1. La Ley 24/1988, de 16 de noviembre, del Mercado de Valores	19
4.4.2. La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, del Mercado de Valores	20
4.4.3. La Ley 44/2002, de 23 de noviembre, del Mercado de Valores	22
4.4.4. La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, del Mercado de Valores	23
4.5. Estructura del mercado de valores	24
5. Desarrollo de los mercados financieros.....	26
5.1. Transformación de los mercados financieros en los últimos años	27
5.1.1. Desregulación y desintermediación financiera	27
5.1.2. Tecnologías de la información y la comunicación	28
5.2. Innovación financiera	29
5.3. Globalización financiera	31
5.4. Ética financiera	33
5.4.1. Definición de ética	33
5.4.2. La ética y las finanzas	33

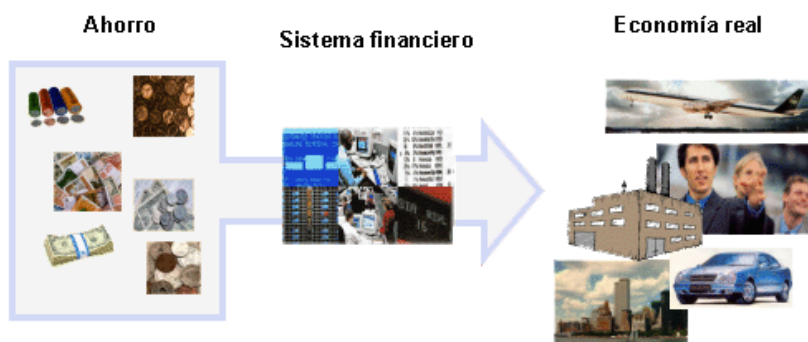
1. Definición y objetivos del sistema financiero

El sistema financiero es el marco institucional que aglutina el conjunto de instituciones, agentes, activos, mercados y relaciones existentes cuya finalidad es transmitir recursos financieros procedentes de las unidades económicas excedentarias (oferentes) a las unidades económicas deficitarias (demandantes) al menor coste posible.

En un sistema financiero nos encontramos con tres componentes esenciales que estudiaremos más detenidamente a lo largo de este módulo:

- Los **agentes financieros**. Unidades económicas con déficit y superávit de recursos financieros y entidades cuya finalidad es ponerlos en contacto.
- **Activos o instrumentos financieros**. Son la formalización del intercambio de recursos financieros.
- Los **mercados financieros**. Entorno (no necesariamente localizado geográficamente) donde se producen las transacciones financieras.

El fin perseguido por un sistema financiero es posibilitar que el ahorro se canalice hacia la inversión, es decir, se trata de que el ahorro generado por los agentes económicos excedentarios de fondos (prestamistas) pueda ser canalizado hacia los agentes económicos deficitarios de fondos (prestatarios).



Se intenta que el ahorro generado retorne, mediante la actividad financiera, a la economía real en forma de inversión, y que ello se produzca ofreciendo a los ahorradores condiciones satisfactorias de seguridad, liquidez y rendimiento, y a los inversores, condiciones adecuadas de cantidad, plazo y precio; de esta forma, el proceso de producción y distribución de bienes y servicios resultará provechoso.

Nota

Según Ludwig Von Bertalanffy, un sistema es «un conjunto de unidades con relaciones entre sí».

Agentes financieros

Determina el elemento personal.

Activos o instrumentos financieros

Determina el elemento material o real.

Mercados financieros

Determina el elemento formal o convencional.

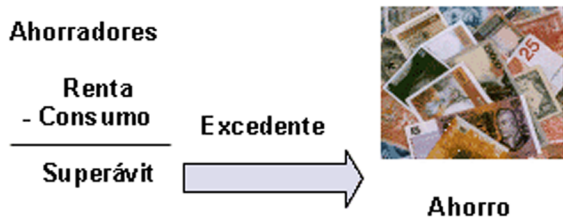
2. Agentes participantes en un sistema financiero

Los agentes constituyen el elemento personal del sistema financiero.

En el sistema financiero, como ya hemos apuntado, participan unidades económicas con déficit de recursos financieros, unidades económicas con superávit de recursos financieros y entidades cuya finalidad es ponerlos en contacto.

El sistema financiero, por medio de las entidades que actúan como intermediarios y mediadores, pone en contacto unidades económicas con superávit de fondos (ahorradores) y unidades económicas con déficit de fondos (inversores).

- **Unidades económicas con superávit de fondos (ahorradores):** agentes económicos que gastan en bienes de consumo una cantidad inferior a la renta obtenida y disponen, por tanto, de un superávit de fondos que destinan al ahorro.

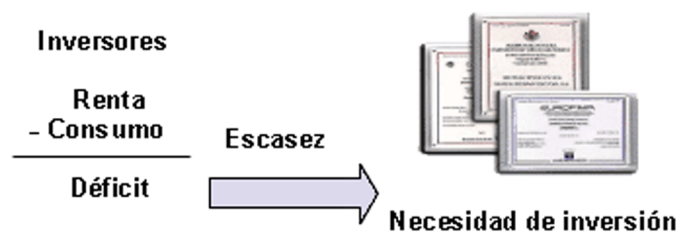


Nota

Unidades económicas con superávit de fondos (ahorradores):

- Familias
- Empresas
- Administraciones públicas
- Sector exterior

- **Unidades económicas con déficit de fondos (inversores):** agentes económicos que gastan en bienes de consumo una cantidad superior a la renta obtenida y poseen un déficit de fondos que deben financiar.



Nota

Unidades económicas con déficit de fondos (inversores):

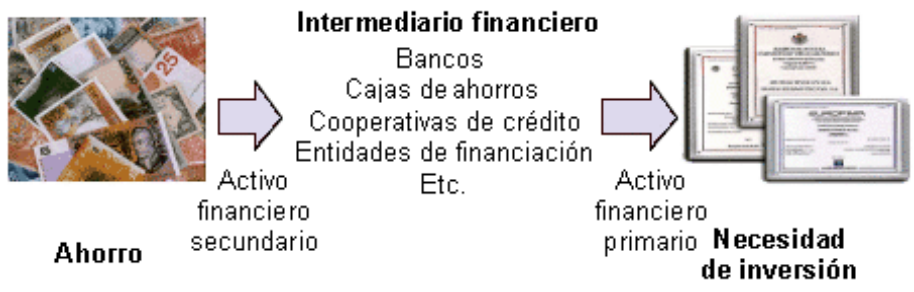
- Familias
- Empresas
- Administraciones públicas
- Sector exterior

- Intermediarios financieros:** si bien los mercados organizados permiten a ahorradores e inversores intercambiar directamente activos financieros, en muchos casos esta relación directa no es posible debido a los deseos divergentes de las distintas unidades económicas respecto a plazo, importes, precios, etc. Así pues, resulta necesaria la existencia de intermediarios financieros como alternativa al mercado organizado de relación directa entre demandantes de fondos e inversores, de tal modo que los intermediarios financieros adquieren activos (unidades económicas con déficit) como forma de inversión y no los revenden, sino que, a partir de ellos, crean activos nuevos que colocan entre los ahorradores (unidades económicas con superávit), obteniendo de éstos los fondos necesarios para la realización de sus inversiones. Es decir, cuando intervienen los intermediarios financieros se produce una transformación de los activos financieros: de los activos financieros primarios a los activos financieros secundarios.

Nota

Intermediarios financieros:

- Bancos
- Cajas de ahorros
- Cooperativas de crédito
- Entidades de financiación
- Sociedades de cartera
- Instituciones de inversión colectiva
- Compañías de seguros
- Fondos de pensiones



- Mediadores financieros:** como ya se ha apuntado a propósito de los intermediarios financieros, aunque los mercados organizados permiten a ahorradores e inversores intercambiar directamente activos financieros, es necesaria la figura de un profesional que facilite las operaciones entre ambos. Los mediadores financieros compran y venden (por cuenta propia –dealers– o ajena –brokers–) activos financieros, pero su actividad (a diferencia de la de los intermediarios) no genera ninguna transformación en los activos negociados: el activo adquirido por la unidad económica con superávit es el mismo que el emitido por la unidad económica con déficit.

Nota

Mediadores financieros:

- *Brokers.* Sólo actúan por cuenta de terceros (agencias de valores).
- *Dealers.* Pueden actuar por cuenta propia y ajena (sociedades de valores).
- *Creadores de mercado (market makers).* Dealers que están obligados a actuar por cuenta propia facilitando contrapartida a prestamistas y prestatarios por compromiso adquirido con el mercado, el emisor, etc.



3. Activos financieros

3.1. Activos financieros: características

Los activos financieros, o instrumentos financieros, constituyen el elemento material de intercambio en el sistema financiero.

Los activos financieros son títulos contables emitidos por las unidades económicas de gasto o deficitarias que implican un compromiso de pago en fecha o fechas futuras.

El soporte que sustenta los activos puede ser material (sobre papel o documento) o inmaterial (anotaciones en cuenta), que cada vez se utiliza más.

Ejemplo

Las empresas pueden necesitar liquidez de cara a adquirir en determinados momentos nueva maquinaria para su proceso productivo, por ello pueden acudir a fuentes de financiación externas, por ejemplo emitiendo obligaciones.

En determinados periodos, las economías domésticas pueden verse obligadas a realizar importantes gastos, por ejemplo la compra de una casa, un coche, etc. Dado que dichos gastos suelen superar los ingresos, se presenta la necesidad de acudir, por ejemplo, a una entidad financiera para pedir un préstamo, que será un activo para el prestamista.

El sector público o gobierno también puede verse obligado a emitir activos financieros (Bonos, Letras, etc.) necesarios para financiar su déficit.

Las unidades económicas deficitarias (inversores) emiten activos financieros para poder cubrir un desequilibrio entre sus gastos e ingresos. Todos los agentes económicos (economías domésticas, empresas y sector público) intercambian estos activos creando un **sistema financiero**.

Las características principales de un activo financiero son la **liquidez**, el **riesgo** y la **rentabilidad**. Las tres pueden darse en grados diversos, y son dichos grados los que utiliza el inversor como guía para configurar su cartera.

La **liquidez** se mide en función de la mayor o menor facilidad de convertir el activo en dinero de forma rápida, sin que la rapidez de la conversión comporte pérdidas en su valor.

Ejemplo

El activo más líquido es la moneda metálica o billete ya que se puede usar en cualquier momento y con rapidez. Después les siguen los depósitos de ahorro y a plazo en las instituciones de crédito. Determinadas acciones en cambio representan un activo financiero menos líquido que los anteriores.

En el caso de las acciones los conceptos que pueden ayudarnos a determinar su grado de liquidez son la frecuencia y el volumen de contratación y el *free-float*. El primero hace referencia al número de sesiones en un periodo en las que se realizan operaciones con una acción y al volumen de activos negociados. El segundo se refiere al porcentaje del capital que fluctúa libremente en el mercado, es decir, que no corresponde a participaciones estratégicas, de grandes accionistas.

El **riesgo** es la posibilidad de que las expectativas de rentabilidad sobre un determinado activo no se cumplan. Este incumplimiento de las expectativas puede venir motivado tanto por las fluctuaciones de sus precios como por la insolvencia del emisor (riesgo intrínseco).

La **rentabilidad** es la capacidad del activo para producir intereses u otros rendimientos para su poseedor como pago por su cesión temporal de capacidad de compra y su asunción de riesgo.

La rentabilidad de un activo viene determinada por la liquidez y el riesgo:

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

La relación teórica en términos matemáticos es:

- $\Delta R/\Delta L < 0$, es decir, **a mayor liquidez menor rentabilidad.**
- $\Delta R/\Delta r > 0$, es decir, **a mayor riesgo mayor rentabilidad.**

Aunque en la práctica esto no siempre se cumple.

La rentabilidad se considera una recompensa para el tenedor del activo tanto por renunciar a la liquidez como por soportar el riesgo de que el emisor no pueda cumplir con las condiciones de la emisión.

3.2. Activos financieros: clasificación

Existen diferentes **clasificaciones** de los activos financieros, entre las cuales destacamos los que hallamos anotados a continuación.

Nota

- Rendimiento de un bono: los intereses o cupones y las plusvalías.
- Rendimiento de una acción: dividendos y plusvalías (diferencia entre el precio de compra y el de venta).

Nota

R = rentabilidad
L = liquidez
r = riesgo

- Según su **grado de liquidez**, es decir, según la facilidad de convertirse en dinero efectivo, de mayor a menor, tenemos: monedas y billetes, depósitos, Letras del Tesoro, bonos de caja y tesorería, títulos hipotecarios, pagarés bancarios y de empresa, letras de cambio, deuda pública a largo plazo, obligaciones de carácter privado, acciones, pólizas de seguros y préstamos.
- Según la naturaleza de la **unidad económica emisora**: Estado u otras administraciones públicas, Banco Central, intermediarios financieros y empresas no financieras.

Nota

En los mercados organizados los productos financieros negociados son estandarizados, hay suficiente liquidez y se proporciona información transparente. Mientras que en los mercados no organizados, los contratos son a medida, el precio se negocia y no acostumbra a ser tan líquidos.

- Dependiendo de si se realizan en **mercados organizados** (acciones, obligaciones, etc.) o en mercados negociados (depósitos, fondos de inversión, etc.).
- Según se materialicen en documentos emitidos **físicamente** o en **anotaciones en cuenta**.

4. Mercados financieros

4.1. Mercado financiero: definición

Definimos mercado como el punto de encuentro (geográficamente definido o no) entre vendedores y compradores de bienes y servicios.

En concreto, definimos mercado financiero como el marco de negociación, determinación del precio y contratación entre demandantes y oferentes de recursos financieros instrumentado por medio de activos financieros. En resumidas cuentas, éste se erige como el elemento formal del sistema financiero.

De esta definición deducimos varias cuestiones fundamentales:

- Es absolutamente irrelevante que el mercado se constituya en un espacio físico o geográfico diferenciado, ya que hoy día la contratación de activos financieros se hace de manera digital.
- Los recursos financieros se instrumentan por medio de activos financieros que representan derechos de cobro frente a terceros.
- El mercado sirve para poner en contacto a compradores y vendedores de activos financieros, de tal modo que oferentes y demandantes pueden manifestar sus deseos de compraventa de activos.
- El fin perseguido por el mercado es la contratación; en este aspecto juega un papel fundamental la determinación del precio de intercambio.
- Un mercado financiero desarrollado debe proporcionar liquidez a los contratantes, es decir, ha de garantizar la posibilidad rápida de inversión o desinversión en los activos contratados.
- Por último, un mercado financiero siempre debe procurar ser ágil y eficiente, de modo que pueda garantizar la facilidad de contratación sin menoscabo de la seguridad y, asimismo, que tienda a la reducción de los costes y los plazos de contratación.

4.2. Mercado financiero: características

Cualquier mercado financiero debe desempeñar las siguientes funciones:

- Poner en contacto a los distintos agentes económicos.
- Servir de mecanismo para la fijación del precio de los activos.
- Proporcionar liquidez a los activos que se negocian en éste.
- Reducir los plazos y costes de intermediación.

La enumeración de este conjunto de funciones nos es útil para aproximarnos a uno de los aspectos fundamentales de todo mercado: la eficiencia.

Cuanto mayor sea el grado de cumplimiento de estas funciones, mayor será el grado de **eficiencia** de un mercado financiero.

El concepto de mercado eficiente guarda una estrecha relación con el de mercado ideal de competencia perfecta, de acuerdo con la teoría económica.

Para que un mercado cumpla correctamente su cometido de canalización de recursos, es preciso que presente las siguientes características:

- 1) **Transparencia.** Que exista la posibilidad real de obtener información del mercado de una manera fácil, rápida y económicamente accesible.
- 2) **Libertad.** No debe haber trabas o limitaciones de entrada o salida de compradores y vendedores del mercado; siempre hay que contar con la posibilidad de negociar las cantidades y plazos deseados, y en todo momento se debe dar una correcta formación de precios.
- 3) **Eficiencia.** Para medir la eficiencia de los mercados se utilizan los siguientes indicadores:

Mercado perfecto

Un mercado perfecto es aquél en el que hay libre movilidad de los recursos; no hay trabas que impidan el juego libre de las fuerzas del mercado en lo que se refiere a la determinación de los precios, sino que hay información completa tanto para compradores como para vendedores de las ofertas y demandas y las condiciones del mercado.

Mercado profundo

Un mercado profundo implica que los posibles desequilibrios pasajeros entre las órdenes de compra y venta de un activo queden atenuados gracias a la existencia de órdenes a precios inmediatamente próximos a los de equilibrio o cruce, evitándose, así, grandes fluctuaciones de precios.

- **Profundidad.** Se dice que un mercado es profundo, que tiene profundidad, cuando hay órdenes de oferta y demanda (compra y venta) a distintos precios en torno al precio de equilibrio (precio de cruce), o sea, que hay operaciones pendientes de realización.
- **Amplitud.** Se dice que un mercado es amplio (o ancho) cuando las órdenes a que nos referimos al hablar de profundidad de mercado representan cantidades o volúmenes de oferta y demanda suficientemente importantes, esto es, cuando las curvas de oferta y demanda son elásticas, alrededor del precio de equilibrio.
- **Flexibilidad.** Se dice que un mercado es flexible cuando ante variaciones de precio surgen rápidamente nuevas órdenes de compra y de venta (demanda y oferta) que reequilibran el precio.

Los mercados financieros están afectados por las fuerzas de oferta y demanda y colocan a todos los vendedores en el mismo lugar, haciendo así más fácil encontrar posibles compradores.

Los mercados financieros, en el sistema financiero, facilitan principalmente:

- **El aumento del capital**, por medio del mercado de capitales, con la compra y venta de activos financieros como acciones y obligaciones o mediante el mercado crediticio.
- **La transferencia de riesgo**, con el uso del mercado de derivados, que como su nombre indica provienen o derivan de otros activos financieros.
- **El comercio internacional**, a través del mercado de divisas, donde se compran y venden monedas de diferentes países al contado o a plazo.

Cuando aplicamos el mismo concepto al ámbito internacional, hablaremos de mercados financieros internacionales.

Así pues, podemos definir un mercado financiero como un espacio (sin ser un espacio físico concreto) en el cual se realizan los intercambios de instrumentos financieros y se definen sus precios.

Mercado amplio

Cuanto más amplio sea un mercado, mayores son las posibilidades de estabilidad de precios si surgen desequilibrios temporales entre las órdenes de compra y de venta y, por tanto, menores serán las fluctuaciones de precios, ya que la suficiente importancia de volúmenes de oferta y demanda alrededor del precio de equilibrio o cruce hace que el mercado sea líquido y se atenúe el efecto del desequilibrio temporal.

Nota

La rapidez en la aparición de nuevas órdenes se halla estrechamente condicionada a la perfección y rapidez de los canales de comunicación entre los agentes que intervienen en el mercado.

4.3. Mercado financiero: clasificación

Los mercados financieros, como mecanismo o lugar en que se negocian activos financieros y se determinan los precios, admiten varias clasificaciones, según el criterio que se considere (estas clasificaciones no son excluyentes):

1) Según la **localización** del mercado financiero, se puede diferenciar:

- **Mercados con ubicación física:** modalidad en desuso en España, pero no en el resto del mundo, que consiste en concentrar a los agentes que participan en el mercado en un mismo lugar físico.
- **Mercados sin ubicación física:** no hay un lugar físico concreto en que se encuentren oferentes y demandantes.

2) Según el **sistema tecnológico**, tenemos:

- **Mercado de viva voz o corros:** es un sistema de contratación de viva voz en grupos determinados que se desarrolla dentro de la sala de contratación o parqué en horas determinadas. Está prácticamente en desuso después de la introducción de las nuevas tecnologías.
- **Mercado electrónico:** mercado constituido por el cruce de operaciones de compraventa a través de medios electrónicos, sin necesidad de ubicación física concreta.

3) Según la forma de **negociación** de los mercados, se puede distinguir entre:

- **Mercados directos:** son aquellos mercados en que el intercambio de activos financieros se realiza directamente entre los demandantes de financiación y los ofertantes de fondos. Dentro de los mercados directos, se pueden distinguir dos tipos: el mercado directo es además de busca directa si los agentes –compradores y vendedores– se encargan por sí mismos de buscar su contrapartida, con una información limitada y sin ayuda de agentes especializados.

Por ejemplo, el mercado de acciones que no se negocian en la bolsa. Hablaremos de mercados directos con actuación de un *broker* cuando se encarga a un agente especializado la busca de la contrapartida.

- **Mercados con intermediarios:** son aquellos en que al menos uno de los participantes en cada operación de compra o venta de activos tiene la consideración de intermediario financiero en sentido estricto.

4) Según el **plazo** de los activos financieros que se negocian en los mercados, se puede distinguir entre:

- **Mercado monetario:** también llamado mercado de dinero o *money market* en inglés, es una parte o tipología de clasificación del mercado financiero en que se realizan operaciones de crédito o se negocian activos financieros a **corto plazo**, con vencimientos que oscilan entre un día y un año aproximadamente. Cuando se habla de mercado monetario, se suele hacer referencia tanto al mercado primario como al mercado secundario de los diferentes activos que se negocian. La principal función del mercado

monetario es la de proporcionar al público y a los agentes económicos, en general, la posibilidad de mantener una parte de su riqueza en forma de títulos o valores con un elevado grado de liquidez. Además, los mercados monetarios tienen una gran importancia para el sistema financiero de una economía, porque representan el principal instrumento de transmisión de la política monetaria, son la base de la inversión institucional y es donde se determinan los tipos de interés y de cambio que servirán de referencia a todo el sistema financiero y al conjunto de la economía. Los agentes económicos que intervienen en este mercado ofreciendo y demandando fondos a corto plazo son múltiples, pero son principalmente los bancos, que junto con las administraciones públicas tienen un gran peso en este mercado. Las instituciones financieras no bancarias, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, si bien normalmente invierten sus disponibilidades en títulos a largo plazo, también intervienen con frecuencia en el mercado monetario para dar salida a sus excedentes de tesorería temporalmente ociosos. Los principales mercados monetarios son: el mercado interbancario, el mercado de fondos públicos o deuda pública, el mercado de divisas, el mercado AIAF de renta fija y el mercado hipotecario.

Las características principales del mercado monetario son:

- Sus participantes son **entidades financieras** con muchos recursos y especializadas.
 - Los activos que se negocian son de **bajo riesgo** debido a una mayor solvencia de las instituciones e incluso con garantías adicionales.
 - Disfrutan de gran **liquidez**, es decir, son fácilmente convertibles en efectivo, dado su **corto plazo de vencimiento** y la existencia de mercados secundarios.
 - Las operaciones pueden hacerse **directamente o mediante intermediarios** especializados.
 - Además, son muy **flexibles** y se han originado una gran cantidad de intermediarios, activos y nuevas técnicas de emisión.
- **Mercado de capitales:** también conocido como mercado accionario o *capitalmarket* en inglés, es un tipo de mercado financiero en el que se ofrecen y demandan activos financieros a medio y largo plazo. Su principal objetivo es participar como intermediario, canalizando los recursos excedentarios y el ahorro de los inversores. Está formado por un conjunto de instituciones que facilitan la canalización entre el ahorro privado y la financiación de inversiones de capital fijo que puedan realizar las empresas, con el fin de buscar un rendimiento para la inversión.

Comprende las operaciones de colocación y financiación de capital a medio y largo plazo (acciones y bonos) y la compraventa de acciones y participaciones en sociedades mercantiles. Es importante señalar que las acciones suponen unos derechos sobre los activos de las empresas, mientras que los bonos representan derechos estrictamente financieros por el dinero que se han emitido. Incluye tanto el mercado de valores como el mercado de crédito a largo plazo.

Nota

A diferencia del mercado de capitales, los mercados monetarios son los que ofrecen y demandan fondos o liquidez a corto plazo.

5) Según la **fase de negociación** en que se encuentren los activos financieros, se puede distinguir entre:

Ved también

En los módulos posteriores, se explicará con más detalle el mercado interbancario y el mercado de renta fija –tanto pública como privada–, así como el mercado bursátil.

- **Mercados primarios:** son aquellos en que los activos financieros intercambiados son de nueva creación. Esto significa que un título solo puede ser objeto de negociación una vez en un mercado primario, que sería en el momento de su emisión. Por este motivo, los mercados primarios también son llamados mercados de emisión.
- **Mercados secundarios:** en estos mercados se comercia con los activos financieros ya existentes, cambiando la titularidad, pero para ser comprados y vendidos en mercados secundarios los títulos tienen que ser negociables legalmente, facultad de la cual solo disfrutaban algunos activos financieros. Hay que señalar que no todos los activos financieros disfrutaban de un mercado secundario. Los emisores de activos financieros consiguen financiación a través del mercado primario. En el mercado secundario, se negocian estos títulos por medio de su compraventa. Por este motivo son de gran importancia, puesto que permiten la circulación de activos entre los agentes y la diversificación de su cartera, contribuyendo al fomento de la inversión y el ahorro.

Por ejemplo, una empresa que quiere financiar un proyecto de inversión decide emitir acciones, que se suscriben y, por lo tanto, los fondos pasan de los inversores a la empresa. Esta transacción tiene lugar en el mercado primario entre el emisor de los títulos y el suscriptor, siendo este momento cuando la empresa obtiene fondo. Por ello, al mercado primario también se le llama mercado de emisión. Con posterioridad se pueden hacer más transacciones con estos títulos, negociando estas transacciones en el mercado secundario, también llamado mercado de negociación, que es donde se dota de liquidez a los activos financieros y donde se determina su precio.

6) Según el **tiempo transcurrido** entre la negociación y la entrega de contrapartida, se pueden clasificar en:

- **Mercado al contado (*spot*):** la entrega es inmediata, es decir, aproximadamente dos días en general, dependiendo del mercado. A pesar de que en determinados mercados se puede entender como al contado siempre y cuando no se supere los siete días de liquidación. Por ejemplo, acciones, bonos, letras, certificados de depósito, etc.
- **Mercados a plazo (*forward*) y de instrumentos derivados** (operaciones a plazo, futuros y opciones): la entrega tiene lugar en un momento poste-

rior al de negociación, en general a un mes, dos, tres, seis, doce, e incluso dieciocho meses. Por ejemplo, una compra de divisas a seis meses.

Los derivados son aquellos mercados también de entrega diferida, donde se negocian productos denominados instrumentos derivados, por estar ligados a mercancías físicas y activos financieros ya existentes y que confieren un derecho u obligación referida a un activo del mercado al contado. Este activo sobre el cual se basan los instrumentos derivados es conocido como activo subyacente. Los instrumentos derivados básicos son: contratos a plazo, futuros, opciones y *swaps*.

7) Según el **grado de intervención** de las autoridades monetarias en los mercados, se puede distinguir entre:

- **Mercados libres:** son aquellos mercados en que el proceso de formación de precios es libre, de forma que el precio de los activos financieros se determina por la libre concurrencia de la oferta y la demanda, es decir, se determina por las fuerzas del propio mercado.
- **Mercados regulados:** cuando no se cumple la condición vista en los mercados libres, es decir, cuando las autoridades monetarias influyen en el proceso de formación de los precios, se dice que son mercados regulados, intervenidos o administrados. Las formas de intervención son múltiples, por ejemplo las siguientes: fijar un tipo de interés mínimo o máximo, establecer límites en los precios, mediante la existencia de un coeficiente obligatorio de inversión, etc.

8) Según la **estructura organizativa**, se puede distinguir entre:

- **Mercados organizados:** son aquellos en los que hay un conjunto de normas y reglamentos que determinan su funcionamiento y a los que se tienen que atener todos sus participantes. Por ejemplo, las bolsas de valores.
- **Mercados no organizados** (*over the counter* u *OTC*): son aquellos mercados en que las transacciones no siguen unas reglas preestablecidas sino que dependerán de lo que se acuerde entre las diferentes partes. Por lo tanto, las condiciones de compraventa se fijan libremente entre las partes en cada operación. Principalmente se da en el mercado de derivados, pues a menudo se necesitan productos financieros a medida para cubrir un determinado riesgo.

9) Según el **ámbito de aplicación** y conexión del mercado, podemos hablar de:

- **Mercados domésticos:** se refiere al mercado financiero de un país concreto.
- **Mercados que operan a escala internacional:** como el euromercado y el mercado de divisas.

Euromercados

Los euromercados son mercados financieros en los que gobiernos e instituciones financieras o empresas colocan bonos y obligaciones denominados en una divisa que no es la de su país de origen.

Criterio	Tipo de mercado			
1. Localización	Mercado con ubicación física		Mercado sin ubicación física	
2. Tecnología	Mercado de viva voz o de correo		Mercado electrónico	
3. Negociación	Mercados directos	Brokers	Dealers	Subasta
4. Plazo	Mercado de dinero o monetario		Mercado de capitales	
			Mercado de renta fija (deuda pública o RF corporativa)	Mercado de rentavariante (acciones)
5. Fase de negociación	Mercado primario		Mercado secundario	
6. Tiempo entre la negociación y entrega de contrapartida	Mercado al contado (<i>spot</i>)		Mercado a plazo (<i>forward</i>)	
7. Grado de intervención	Mercado libre		Mercado regulado	
8. Estructura organizativa	Mercado organizado		Mercado OTC (<i>Over The Counter</i>)	
9. Ámbito de aplicación	Mercados domésticos o de moneda nacional		Euromercado	Mercado de divisas

Bibliografía

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

4.4. La reforma del mercado de valores

El mercado de valores español está regulado actualmente por el Real Decreto Legislativo 24/88, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 37/98, de 16 de noviembre, y, posteriormente, por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre y la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y la Ley 4/2015, de 23 de octubre. El Real Decreto Legislativo 24/1988 del Mercado de Valores supuso una profunda reforma de este segmento del sistema financiero español. Las leyes posteriores han venido a actualizar la anterior, estableciendo un marco regulador adaptado a las exigencias de la Unión Europea, propicio para el desarrollo de los mercados de valores españoles en el entorno europeo, e incorporando nuevas medidas para la protección de los inversores. Este último real decreto pretende simplificar, clarificar y armonizar el conjunto normativo aplicable a los mercados financieros. Tiene como objetivo reforzar la claridad y coherencia de la normativa aplicable a los mercados de valores y reducir su fraccionamiento con el objetivo último de conseguir un funcionamiento mejor y más ágil de los mercados financieros y una mayor seguridad jurídica.

La Ley del Mercado de Valores (LMV) ha experimentado reformas prácticamente todos los años para adaptarse a la normativa comunitaria, siendo las más grandes las de los años 1988, 1998 y 2007. Estas reformas se pueden calificar de innovadoras por el hecho de implicar la aparición, a lo largo de los años y dentro del sistema financiero español, de:

- 1) nuevos mercados
- 2) nuevos instrumentos financieros
- 3) nuevas formas de negociar, compensar y liquidar valores
- 4) nuevos inversores institucionales
- 5) un nuevo supervisor

4.4.1. La Ley 24/1988, de 16 de noviembre, del Mercado de Valores

La Ley 24/1988 cambió completamente la estructura de la intermediación de valores en el país, donde hasta el momento el sistema era altamente regulado y restringido en la contratación bursátil. Se puede situar el origen de la reforma en la creación de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores en 1978. En aquel momento, había un sistema de entidades profesionales catalogadas como entidades financieras que podían mantener activos y pasivos financieros, aparte de prestar servicios y, por lo tanto, contraer riesgos con los clientes y con el mercado.

Los objetivos de esta reforma eran, en principio, incrementar la eficiencia y competitividad del mercado, además de mejorar las pautas de conducta de todo el que intervenía en ellos. Los cambios que se introdujeron a partir de esta ley fueron los siguientes:

- Se estructuran y organizan los mercados, de forma que se distingue entre mercado primario y mercado secundario.
- Se implanta el mercado único, es decir, continúa habiendo cuatro bolsas, pero con un sistema de interconexión bursátil o mercado continuo. Entre otras cosas, esta integración garantiza el cumplimiento de la clásica ley económica de un activo, un precio, para un determinado instante del tiempo.
- Se prevé la posibilidad de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta.

- Se crea la figura clave de control, supervisión e inspección, es decir, la CNMV.
- Se introducen las figuras de las agencias y sociedades de valores, que sustituirán a los agentes de cambio y bolsa. Las primeras no pueden actuar por cuenta propia.
- Se eliminan las juntas sindicales de las bolsas, que se sustituyen por la figura de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores.
- Se establece la Sociedad de Bolsas, formada por las sociedades rectoras de cada bolsa.
- Se crea el SCLV (Servicio de Compensación y Liquidación de Valores), sociedad compuesta por las entidades implicadas en la liquidación bursátil y que es, además, responsable del registro contable de los valores representados en anotaciones en cuenta.
- Se crean procedimientos para imponer sanciones por infracciones.

4.4.2. La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, del Mercado de Valores

La segunda gran reforma se produjo en 1998, casi diez años después de la primera. Su objetivo era adaptar las entidades a la Directiva de Servicios de Inversión, transformando así el modelo cerrado que había habido hasta el momento. En particular, supuso:

- La introducción del pasaporte comunitario o licencia única, en virtud del cual una empresa de servicios de inversión (ESI), al amparo de la autorización de su sede social concedida por el Estado, puede prestar servicios de inversión en el resto de la Unión Europea, estableciéndose en otros Estados a partir de un sucursal u ofreciendo sus servicios.
- Cualquier ESI puede acceder a cualquier mercado en condición de miembro y adherirse a los sistemas de compensación y liquidación.
- Se regula por primera vez el funcionamiento del mercado de derivados. Por lo tanto, se amplía el elenco de instrumentos financieros a los cuales es aplicable la Ley del Mercado de Valores, incluyendo ahora las nuevas realidades financieras (*swaps*, FRA, opciones, futuros, etc.).

Nota

Según el principio del país de origen (*home country*), las condiciones de autorización y de ejercicio las establece el país de donde provienen las empresas. Aun así, las normas de conducta las estipula el país donde se presta el servicio (*host country*).

El mercado de derivados

Es un mercado financiero donde se negocian y contratan instrumentos derivados, principalmente futuros, opciones y *swaps*. Los productos derivados tienen como principal objetivo cubrir los riesgos del activo subyacente.

- Se regula un mecanismo nuevo en nuestro mercado de valores, el **Fondo de Garantía de Inversiones**, fruto de la exigencia de la normativa comunitaria.
- Se rompe el monopolio que tenían las sociedades y agencias de valores en cuanto a llevar el registro de valores negociables en anotaciones en cuenta para valores no negociados en los mercados secundarios oficiales.
- Se introducen modificaciones en la admisión y exclusión de valores a negociación para agilizarlas y para que el periodo entre una nueva emisión y su negociación en bolsa sea menor.
- Se redefine el concepto de oferta pública de venta de valores para todos los valores, tanto los negociados en los mercados como los no negociados.
- Se modifica el régimen jurídico de las sociedades anónimas. Se regulan las acciones preferentes y, especialmente, las acciones sin voto. Se suprime el dividendo mínimo de un 5%, que era obligatorio para estas. También aparece la figura de las acciones rescatables.
- Se definen los **mercados secundarios oficiales** y, dentro de estos, la bolsa de valores.
- Se determinan cuáles son las **operaciones** de un mercado secundario oficial de valores. Se consideran como tales las transmisiones por título de compraventa u otros negocios onerosos característicos de cada mercado, sobre valores o instrumentos financieros admitidos a negociación.

Artículo 31

1) Son mercados secundarios oficiales de valores los que funcionan regularmente, según lo que se ha previsto en esta ley y en sus normas de desarrollo y, en cuanto a las condiciones de acceso, la admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.

2) Se consideran mercados de valores secundarios los siguientes:

a) Las bolsas de valores.

b) El mercado de deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta, gestionado por la Central de Anotaciones.

c) Los mercados de futuros y opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero y no financiero.

d) Cualesquier otros, de ámbito estatal, que cumpliendo los requisitos previstos en el apartado 1 se autoricen en el marco de las previsiones de esta ley y de su normativa de desarrollo, y también los de ámbito autonómico que autoricen las comunidades autónomas con competencia en la materia.

Nota

Este organismo tiene cierto parecido con los fondos de garantía de las entidades de crédito: indemniza a los inversores en los casos de insolvencia o de situaciones concursales de las empresas de los servicios de inversión. Esto no significa, en ningún caso, que el fondo cubra riesgos de crédito o pérdidas de valor en las inversiones.

- Se definen como operaciones **ordinarias** los hechos según las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial de que se trate.
- Se definen como operaciones **extraordinarias** las no sujetas a todas o a alguna de las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial.

Web recomendada

Visitando la web de la CNMV podréis consultar las diferentes reformas de la LMV y los servicios y la información que la CNMV ofrece en línea.

4.4.3. La Ley 44/2002, de 23 de noviembre, del Mercado de Valores

Como consecuencia de la aceleración en el proceso de integración financiera, así como de la necesidad de aumentar la eficiencia y la competitividad del sistema financiero español, se incorporó una serie de reformas al sistema financiero por medio de esta Ley. La reforma operada en esta materia vendrá a consolidar ciertas prácticas del mercado, estableciendo un marco regulador adaptado a las exigencias de la Unión Europea propicio para el desarrollo de los mercados de valores españoles en el entorno europeo, e incorporando nuevas medidas para la protección de los inversores.

En este sentido, los principales cambios los encontramos en:

- La ley traspone al ordenamiento jurídico español aplicable en el ámbito financiero varias directivas comunitarias.
- Asegurar que el ordenamiento jurídico no imponga trabas innecesarias que coloquen a las entidades financieras en desventaja ante sus homólogos comunitarios.
- Asegurar que el incremento de la competencia y la utilización de las nuevas tecnologías no den lugar a una desprotección de los clientes de servicios financieros.
- Definir un régimen de control de información relevante en el sentido de aquel conocimiento que pueda afectar a un inversor para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por lo tanto, pueda influir de manera sensible en su cotización en un mercado secundario.
- Medidas para impedir el flujo de información privilegiada dentro de las entidades. Por eso, se introdujeron medidas de reducción o prohibición de conflictos de interés entre las partes.
- La Ley dota de seguridad a los denominados «acuerdos de compensación contractual» ante las eventuales situaciones de quiebra de las partes. La Ley extiende la norma anterior a operaciones fuera de mercado (OTC).
- Introducción de las condiciones de financiación de las pymes.

4.4.4. La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, del Mercado de Valores

Es una reforma menor que las anteriores dado que el objetivo es completar y solucionar las deficiencias de la anterior. A pesar de todo, se trata de una reforma muy completa. Además, con la MiFID se culmina el proceso evolutivo que se inició en 1988, y supone un gran cambio en las relaciones con los intermediarios y su acceso a los mercados de valores.

MiFID es la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, conocida por sus siglas en inglés como *Markets in Financial Instruments Directive*. Su principal característica es que introduce un mercado único y un régimen regulatorio común para los servicios financieros en los Estados miembros de la Unión Europea, y en otros Estados del Área Económica Europea.

Los objetivos principales que se pretenden lograr con la Directiva son:

- Completar el mercado único de servicios financieros de la Unión Europea.
- Responder a los cambios e innovaciones en relación con la seguridad de los mercados.
- Proteger a los inversores. Esta directiva sustituye a otra, la Directiva de Servicios e Inversiones (Directiva 93/22/EEC; *ISD, Investment Services Directive*).
- Fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros.

Hay que señalar que, entre los beneficios más destacados de la nueva directriz, se encuentra el aumento de la protección de los intereses de los inversores, tanto por el perfeccionamiento de las normas de conducta en relación con los clientes como por el refuerzo de los requisitos de organización. Además, se incrementa la confianza de los inversores en los mercados financieros, proporcionando más transparencia e información homogénea y simplificada. También se pretende fomentar una gestión del riesgo más efectiva, de forma que beneficie tanto al inversor como al asesor, y se busca una unidad de mercado: más empresas de inversión de los diferentes Estados de la UE actuando en varios países libremente.

Así pues, la directiva MiFID introduce un único mercado y régimen regulador para los servicios de inversión en toda la Unión Europea, además de dar respuesta a los cambios e innovaciones que demandan los mercados en cuanto a seguridad y protección de los inversores. Esta regulación tiene un sentido totalmente liberalizador, dado que favorece la competencia entre varios sistemas de negociación. Como consecuencia de ello, tendría que permitir lograr un mayor grado de eficiencia en el conjunto de contratación de valores.

Web recomendada

Podéis consultar más información sobre la MiFID en la web de la CNMV, dentro del apartado de legislación.

Además de aplicar la directiva MiFID, la reforma en la LMV (Ley 47/2007) incluye otras modificaciones en el mercado financiero. A continuación, se detallan las principales novedades de esta reforma:

- Elimina el monopolio de las bolsas sobre la contratación de acciones, de forma que nuevos sistemas multilaterales de negociación (SMN) o sistemas de internalización de órdenes en el seno de los grupos financieros podrán competir con las bolsas.
- Obliga a las entidades financieras a que presten servicios de inversión a conocer al cliente. Tienen que proceder a clasificar a los clientes, y los servicios que se ofrezcan a los clientes minoristas tienen que ser adecuados a su perfil. Para asesorar o gestionar su cartera, se ha de velar por su idoneidad, es decir, por su adaptación a los objetivos y por la situación financiera del cliente.
- Las entidades habrán de organizarse con nuevas funciones internas, de cumplimiento normativo, auditoría y gestión de riesgos. Tendrán que publicar las políticas de mejor ejecución de las órdenes de los clientes, así como las de gestión de conflictos de interés.
- El asesoramiento financiero en materia de inversión pasa a ser un servicio de inversión sometido a la autorización de la CNMV. Puede ser ejercido tanto por personas físicas como por sociedades.
- La CNMV refuerza sus potestades, por ejemplo, ahora puede pedir el embargo o la congelación de activos.

4.5. Estructura del mercado de valores

El mercado de valores español ha vivido, a lo largo de los años, un firme proceso de crecimiento. Los sistemas técnicos, operativos y de organización en que se fundamenta hoy el mercado lo han dotado de más transparencia, liquidez y eficacia.

El 15 de febrero del 2002, se constituyó oficialmente el *holding* de Bolsas y Mercados Españoles (BME). Se trata de la integración de las cuatro bolsas (Madrid, Bilbao, Valencia y Barcelona) más el mercado bursátil Latibex y el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), los mercados de renta fija AIAF y SENAF, el de futuros financieros (MEFF) y el de futuros sobre cítricos, y también la Central de Anotaciones del Banco de España, el Servicio de Compensación y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV). El objetivo de este *holding* es incrementar la eficacia y la capacidad de competencia del conjun-

Web recomendada

Podéis consultar más información en la web de Bolsas y Mercados Españoles.

to de mercados. Esta nueva sociedad es responsable de la unidad de acción, decisión y coordinación estratégica de los mercados españoles. BME cotiza en bolsa desde julio del 2006.

BME cotiza en la bolsa española y, tal y como se puede leer en el módulo, pasó a ser una de las 35 empresas que integran el IBEX 35 en julio de 2007. No obstante, en junio de 2015, BME salió del IBEX 35, junto con Acciona; ambas fueron sustituidas por Acerinox y AENA.

Web recomendada

Si tenéis curiosidad por ver las entradas y salidas de empresas en el IBEX 35 desde su creación, podéis visitar la web de BME, que también acoge a la Sociedad de Bolsas, empresa del Grupo BME, propietaria del índice IBEX 35 y encargada de su estructura, gestión, gobierno, cálculo y difusión.

http://www.bmerv.es/esp/Indices/Ibex/ComposicionHistorica_Ibex.aspx

5. Desarrollo de los mercados financieros

Después de la Segunda Guerra Mundial, se establecieron las relaciones económicas internacionales con finalidades proteccionistas, facilitando la reconstrucción de las economías de posguerra y desarrollando sistemas de cambio pactados en Bretton Woods, en 1944. Este sistema buscaba crear un clima de estabilidad de tipo de cambio que, a la vez, permitiera hacer crecer el comercio internacional y las operaciones financieras internacionales.

Más tarde, durante los años cincuenta, se crearon mecanismos para propiciar el mayor crecimiento de la economía y una mayor estabilidad política, mediante una integración económica, la Comunidad Económica Europea (CEE). Proceso que más tarde se convirtió en la Unión Económica y Monetaria (UEM), mediante la cual se eliminaban barreras a la libre circulación de mercancías, servicios, trabajadores y capital.

Posteriormente, hacia los años setenta, se dio un periodo de desequilibrio monetario y financiero. Hechos como la suspensión de la convertibilidad del dólar, la libre flotación de las monedas o la crisis energética, con los graves desequilibrios financieros asociados a ella, trajeron cambios de funcionamiento en los mercados y finanzas internacionales. En este sentido, se puede hablar de un periodo de reestructuración del entorno monetario y financiero. Estos cambios se reflejaron no solo en las relaciones geoestratégicas entre diferentes Estados, sino que se trasladaron también al funcionamiento de los mercados financieros.

Asimismo, se han ido creando diferentes organismos internacionales con el fin de dotar de más libertad al sistema económico. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos para eliminar barreras en las transacciones internacionales, una de las limitaciones tradicionales difíciles de solventar ha sido la carencia de información sobre compañías extranjeras y la carga fiscal aplicable. Se han ido realizando varios mecanismos para disponer de información con más facilidad, sin que esto suponga incurrir en excesivos costes de transacción.

Si los mercados financieros fueran perfectos, toda la información sobre cualquier valor cotizado en el mercado primario o en el mercado secundario estaría disponible de forma continua y libre. Aun así, habría también información completa sobre los inversores que operan en los mercados comprando y vendiendo. A pesar de todo, los mercados son imperfectos y la información completa es difícil de obtener. Es por ello por lo que son necesarias unas instituciones financieras que regulen los mercados.

Nota

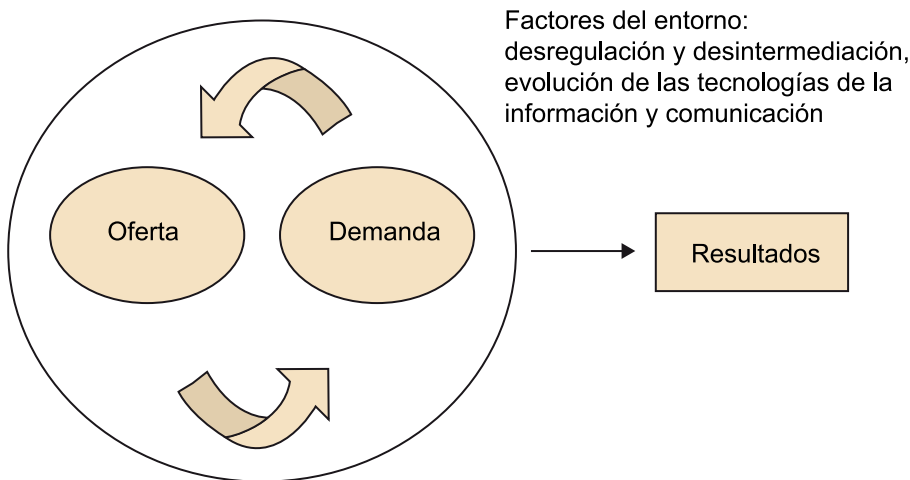
Se han creado organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización Mundial del Comercio (OMC), la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), entre otros.

El sistema financiero de un país tiene una importancia vital para su desarrollo económico, dado que representa la existencia de un marco institucional dentro del cual hay una estructura capaz de ejercer control y coordinar las actividades económicas.

5.1. Transformación de los mercados financieros en los últimos años

Durante los últimos años, los mercados financieros han sufrido una profunda transformación en todos los sentidos. Estos cambios se deben a una combinación de diferentes factores relacionados entre ellos. Así, encontramos factores del **entorno**, de la **oferta** y de la **demanda** de los mercados financieros.

Gráfico 1: Elementos influyentes en la transformación de los mercados financieros



Por un lado, los diferentes procesos de desregulación financiera y la libertad de movimientos de capitales, junto con el rápido progreso técnico, principalmente de las telecomunicaciones y la tecnología de la información, han llevado a una globalización de los mercados financieros y a la evolución y aparición de nuevos productos financieros caracterizados por la innovación financiera.

Así pues, a la hora de hablar de los factores del entorno, es obligado hacer referencia a una serie de elementos, como la desregulación y la desintermediación financiera, y la evolución de las tecnologías de la información y comunicación. La combinación de estos elementos permite explicar una parte importante de los cambios que han sufrido los mercados financieros en los últimos años.

5.1.1. Desregulación y desintermediación financiera

Hasta el final de los años setenta, el sistema financiero español, altamente «bancarizado», estaba sometido a una fuerte regulación y control que limitaba su actuación en general.

Dentro del marco de regulación bancaria, había coeficientes de inversión obligatorios para financiar actividades de sectores prioritarios en condiciones más ventajosas. Los tipos de interés estaban fijados por ley, de forma que se creaba un diferencial mecánico de tipos de interés activos y pasivos. De este modo, no se aseguraban únicamente los beneficios de las entidades financieras, sino que además se dificultaba sustancialmente la competencia en los precios.

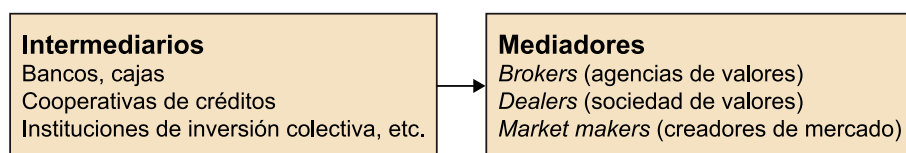
La única competencia entre entidades financieras era la de volumen de negocio y, por este motivo, se configuró una estructura bancaria con una densa red de oficinas que, a su vez, hoy todavía actúa como barrera de entrada de la banca extranjera en el mercado bancario español.

Por el contrario, el proceso de **desintermediación** de los últimos años, basado en la desaparición progresiva de intermediarios y su sustitución por mediadores, ha implicado un desarrollo creciente de los mercados financieros –especialmente de los de capitales– y la consecuente pérdida de relevancia de los productos bancarios más tradicionales.

Nota

Los mediadores simplemente ponen en contacto a ahorradores y emisores de activos financieros.

Así pues, se ha pasado de las rígidas regulaciones nacionales de los años setenta a un mercado internacional altamente desregulado y a un panorama completamente diferente.



El resultado de este nuevo marco, propiciado por la **desregulación** financiera, ha sido un notable incremento de la movilidad internacional de capitales, facilitando una asignación más eficiente de los recursos a escala mundial, una mayor diversificación de riesgos y un estímulo al crecimiento de las economías de los mercados emergentes. Así pues, la eliminación de fronteras entre los diferentes intermediarios y mercados ha comportado una oferta cada vez más importante de productos y servicios financieros.

Por el contrario, la mayor desregulación también ha provocado una mayor complejidad de los mercados y como consecuencia, una mayor inestabilidad, entendida como una **volatilidad** de los mercados más grande. De ahí que los agentes del mercado demanden productos para protegerse frente a estas oscilaciones de los precios o, simplemente, enriquecerse mediante la especulación.

5.1.2. Tecnologías de la información y la comunicación

Otro factor importante, en la transformación del sistema financiero, es el cambio tecnológico. El principal coste de un intermediario financiero es la gestión de la información, la cual es necesaria para valorar los diferentes riesgos (es-

pecialmente el riesgo de impago) y para gestionar la compraventa de los títulos, el pago de las correspondientes obligaciones y la solución de los posibles conflictos e incumplimientos en los mandatos contractuales.

Por lo tanto, el desarrollo de los mercados financieros ha necesitado unos procesos de tratamiento y gestión de la información a un coste relativamente bajo. El apoyo técnico que lo ha permitido ha sido el desarrollo de la informática y las telecomunicaciones. Con ellas, todo ha cambiado y ha sido posible ofrecer productos y procesos financieros a un coste sensiblemente más reducido.

Aun así, las nuevas tecnologías han permitido una integración mundial de los mercados que posibilita y fomenta la negociación ininterrumpida (las 24 horas del día) de prácticamente la mayoría de activos financieros.

5.2. Innovación financiera

La innovación financiera es un concepto que resulta impreciso de definir, pero se puede entender como un desarrollo dentro de un sistema financiero de nuevos productos, procesos y mercados, que aumentan la eficiencia del sistema, o bien lo hacen más completo, en el sentido de cumplir los requisitos de nuevas demandas de los diferentes agentes económicos.

Hasta los años ochenta, las innovaciones financieras que se daban a los mercados iban orientadas a equilibrar o mejorar la relación del binomio precio-riesgo. Es decir, transferencia del riesgo de insolvencia, innovaciones para generar liquidez en el sistema, o bien instrumentos que ayudarán a incrementar los recursos propios o ajenos disponibles en las empresas.

Actualmente, la innovación introducida en los mercados financieros se ha desarrollado todavía más debido a, principalmente:

- el incremento de la volatilidad en tipos de interés, en tipos de cambio y precios de los activos financieros;
- los avances producidos en la informática y telecomunicaciones;
- la competencia creciente entre los intermediarios financieros;
- una carencia de normativa legal y fiscal única que regule los mercados de manera global.

Dentro del proceso de innovación financiera, se encuentra la construcción y elaboración de productos financieros, es decir, **la ingeniería financiera**. Podríamos definir ingeniería financiera como la parte de la gestión financiera que se basa en el diseño y la elaboración de productos financieros que tienen

⁽¹⁾Estos productos financieros se estudian con más detalle más adelante.

un objetivo específico. No se trata de cualquier producto financiero, sino de aquellos que se construyen a partir de los llamados productos derivados, principalmente futuros, opciones y permutas financieras (*swaps*¹).

En un clima de fuerte competencia entre operadores (bancos, agentes de cambio, *brokers*, intermediarios financieros, etc.), dentro de un sistema completamente integrado de los mercados financieros, es inevitable el incremento de la volatilidad y el mayor riesgo en el conjunto de operaciones financieras. Esta inestabilidad ha llevado a que muchas empresas e inversores pidan unos tipos activos para gestionar estos riesgos, con el fin de minimizarlos.

Una de las innovaciones de productos de los años ochenta que adquirió un gran impulso en los noventa y que, en el año 2000, se extendió por toda Europa, fue la **titulización de activos** (*securitization* en inglés).

Se define como titulización de activos el agrupamiento de préstamos y la posterior reconversión y venta de otros títulos apoyados por estos préstamos iniciales. En particular, es una técnica financiera que consiste en transferir a los inversores de los activos financieros tales como los créditos (por ejemplo, préstamos o hipotecas en curso), transformando estos créditos, mediante un fondo *ad hoc*, en títulos financieros emitidos y negociados en el mercado de los capitales. De este modo, activos no líquidos se convierten en otros que pueden generar liquidez inmediata. Su éxito radica en sus ventajas principales:

- Otorgan liquidez al mercado.
- Son una vía de financiación para el originador.
- Pueden reducir la exposición al riesgo por parte del originador.

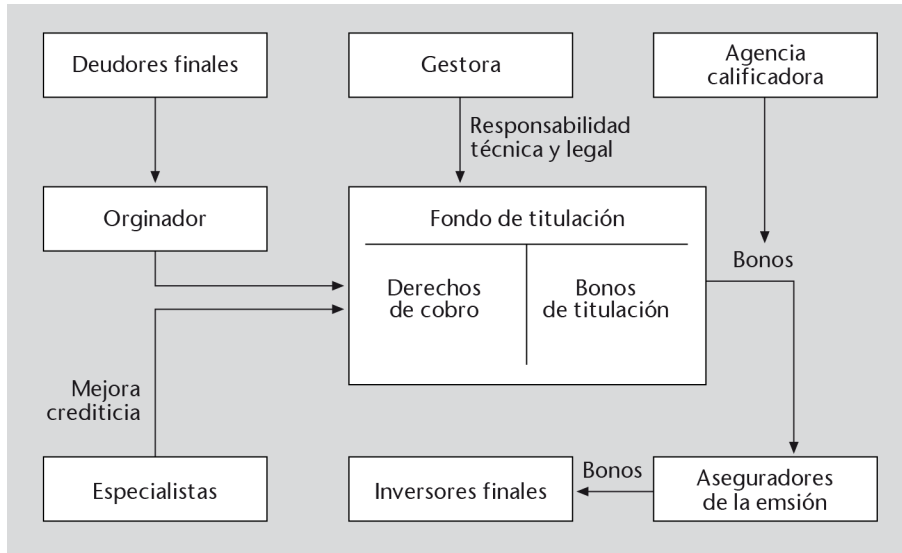
Aunque a menudo lo que se tituliza son préstamos, y España destaca precisamente por las numerosas titulizaciones hipotecarias que se han realizado, se pueden titular activos que no tienen nada que ver con las hipotecas. Por ejemplo, El Corte Inglés titulizó en 2013 cobros derivados de su tarjeta, Volkswagen titulizó a finales de 2015 créditos que había concedido por la compra de automóviles (créditos vinculados en muchos casos a vehículos afectados por el escándalo de las emisiones) y el Atlético de Madrid titulizó en 2016 los derechos de televisión de sus partidos. En el resto del mundo, podemos encontrar titulizaciones de peajes de empresas de autopistas, de recibos de teléfono, gas, luz, agua...

Cabe añadir un último matiz sobre la titulización: hay que tener en cuenta que el emisor en estas operaciones es un Fondo de Titulización (FT) que, como se explica en el módulo, se crea *ad hoc* para la operación. Es decir, la titulización presenta la peculiaridad de que quien inicia el proceso para captar financiación no acaba siendo el emisor de los títulos. Los bancos que titulan hipotecas venden dichas hipotecas al FT, que será quien emitirá los bonos. El banco ha



conseguido financiación (el dinero que obtiene del FT al vender las hipotecas), pero no ha emitido los bonos. Cuando David Bowie titulizó sus royalties, lo que hizo fue venderlos a un FT, por esta venta Bowie consiguió financiación, pero quien emitió los *Bowie Bonds* fue el FT. Por todo ello, a quien inicia un proceso de titulización se le llama a menudo «originador», ya que aunque es quien capta la financiación, no es el emisor de los títulos.

Figura 1. Esquema de un proceso de titulización. Inversores finales



5.3. Globalización financiera

La globalización, considerada como una creciente integración e interconexión de varios mercados domésticos en un único mercado financiero internacional, ha cambiado dramáticamente el entorno económico y ha modificado el sistema financiero. Este cambio de funcionamiento, no obstante, tiene sus ventajas y desventajas.



Un entorno financiero cada vez más integrado ha beneficiado a los países en el sentido de que permite vender más bienes y servicios fuera, se dispone de numerosos productos importados, aparecen nuevas oportunidades de inversión en el exterior, facilita el acceso a la innovación tecnológica y permite obtener financiación exterior, generando más ocupación y crecimiento del país. Sin embargo, las inestabilidades financieras han constituido un fenómeno que han castigado a numerosos países y regiones del mundo.

Por **globalización financiera** se entiende la creciente dependencia financiera mutua entre los países del mundo, provocada por el cada vez mayor volumen de las transacciones transfronterizas de flujos de capital.

La liberalización del régimen financiero internacional y la proliferación de nuevas técnicas e instrumentos de tipo financiero, junto con el rápido desarrollo de las tecnologías de la información y comunicación, han jugado un papel crucial en el impulso de la globalización.

Con la crisis financiera de Asia durante el bienio 1997-1998, se puso de manifiesto que existía una mayor interdependencia entre las diferentes regiones del mundo.

Mientras que en el pasado la mayoría de bolsas de todo el mundo estaban limitadas por las fronteras nacionales y sus industrias específicas (por ejemplo, la bolsa española era un mercado formado principalmente por bancos y eléctricas), hoy en día se puede observar una expansión internacional de los mercados financieros y una consolidación de las bolsas financieras mundiales cada vez más fuerte.

Una clara señal de esto es la sensibilidad de los índices bursátiles de diferentes centros financieros, cuando son arrastrados a la baja a raíz de cualquier información negativa que se dé en un mercado financiero nacional particular.

El crecimiento espectacular de los mercados financieros a partir de la desintermediación, la aparición de nuevos instrumentos financieros y el avance tecnológico, ha permitido conectar los mercados entre sí a través de unos sistemas avanzados de informática y telecomunicaciones.

Este proceso comporta unos efectos muy positivos para las empresas y accionistas en todo el mundo. La globalización del mercado financiero permite a los inversores de cualquier país no restringirse a las posibilidades en los mercados del territorio nacional, sino que pueden colocar su capital en los diferentes mercados del mundo, aprovechando así alternativas de inversión a escala internacional y diversificando el riesgo al máximo.

Las empresas, por su parte, pueden captar recursos a costes menores de los que obtendrían en sus mercados locales y beneficiarse de economías de escala grandes. Es decir, como consecuencia de la interconexión de los mercados financieros, se incrementa la eficiencia de todas las operaciones al reducir los costes y favorecer una mejor asignación de los recursos a escala mundial.

Por otro lado, las desventajas o riesgos de esta globalización financiera se encuentran en el llamado efecto contagio, que se pone de manifiesto cuando surge una crisis en alguna zona económica y, automáticamente, se ven sacudi-

dos otros mercados financieros. Un ejemplo de esto, tal y como se ha comentado antes, es la crisis financiera del 2008 que se inició en Estados Unidos con la crisis de las *subprime* y rápidamente se extendió por otros países.

5.4. Ética financiera

5.4.1. Definición de ética

La ética en general tiene que ver con el comportamiento humano de aquello que es aceptable o «bueno» y de aquello que no es aceptable o «malo», basada en la moralidad convencional. Normas éticas generales alcanzan la veracidad, la honestidad, la integridad, el respeto por los demás, la equidad y la justicia. Se refieren a todos los aspectos de la vida, incluyendo los negocios y las finanzas. Ética financiera es, por lo tanto, un subconjunto de ética general.



Las normas éticas son esenciales para mantener la estabilidad y la armonía en la vida social, donde las personas interactúan unas con otras. En el proceso de la evolución social, se ha desarrollado no solo un instinto por cuidar de nosotros mismos, sino también una conciencia de cuidar a los otros. Es posible que surjan situaciones en las que la necesidad de cuidar de nosotros mismos entre en conflicto con la necesidad de cuidar a los otros (conflicto de intereses). En estas situaciones, las normas éticas son necesarias para guiar nuestro comportamiento.

La teoría financiera y económica subyacente al sistema capitalista moderno se basa en el paradigma racional maximizador, que sostiene que las personas son egoístas y que se comportan racionalmente cuando tratan de maximizar sus propios intereses. El modelo de la «teoría del agente» se refiere a un acuerdo por el cual una de las partes, actuando como agente de otra, lleva a cabo ciertas funciones en nombre de esta otra.

5.4.2. La ética y las finanzas

La dimensión ética de las finanzas se manifiesta en tres niveles diferentes y complementarios: el nivel individual, el nivel organizativo y el nivel sistemático.

El **nivel individual** incluye las obligaciones profesionales de los agentes implicados. En este nivel se esperan actuaciones de responsabilidades profesionales y el cumplimiento de requerimientos éticos de un *broker*, un vendedor de seguros, un analista de inversión o el director financiero de una empresa.

En el **nivel institucional** se considera el entorno de la empresa y la organización. Aquí nos podemos encontrar con varias cuestiones de tipo ético: desde la propia manera de entender la finalidad de la empresa, pasando por múltiples conflictos de intereses, hasta presiones organizativas para lograr unos deter-

minados objetivos. La indefinición de responsabilidades, un entorno donde se premie la consecución de los objetivos a cualquier precio o unos sistemas de incentivos diseñado sin considerar la dimensión ética pueden conducir a conductas que se alejen del comportamiento supuestamente ético.

En tercer lugar, estaría el **nivel del sistema económico** en su conjunto. En este caso, se incluye la globalización, la pobreza, el subdesarrollo, la desigualdad de la riqueza, etc.

Los mercados y, especialmente, los mercados financieros, para ser eficientes, necesitan fijar adecuadamente los precios, agilizar los intercambios entre las partes contratantes, transmitir credibilidad y generar entre los usuarios la confianza necesaria para que estos decidan seguir operando a través de estos mecanismos. Naturalmente, esta confianza no se puede generar si se dan prácticas abusivas en el mercado o hay manipulación de la información o del mercado, como por ejemplo la divulgación de noticias falsas o engañosas. Estas prácticas resultan rechazables desde un punto de vista ético, pues no es éticamente correcto que alguien, usando información no pública, la use en beneficio propio, comprando y/o vendiendo un activo a un precio y en unos plazos diferentes a aquellos que no disponían de la información y que, por lo tanto, no han podido escoger de forma eficiente sus estrategias.

Así pues, hay que evitar situaciones como la que se leía en la prensa en el año 2002, en referencia a Puleva Biotech:

«El consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) acordó ayer remitir al ministerio fiscal las actuaciones derivadas de una investigación sobre un individuo que difundió información falsa en Internet sobre Puleva Biotech, con el fin de manipular el precio de las acciones de esta empresa.

Fuentes del organismo regulador explicaron que la persona objeto de la investigación difundió a través de un chat de Internet diversas informaciones falsas sobre Puleva Biotech, con objeto de manipular los precios de los títulos de la compañía. Este delito está tipificado en el artículo 284 del Código penal y por eso la CNMV ha remitido el caso a la fiscalía».

O bien, una más reciente sobre la manipulación del tipo de interés LIBOR:

«Entre 2005 y 2008, estos operadores o *traders* influyeron en la fijación de precios de la tasa Líbor (*London Interbank Offered Rate*), un índice de referencia que establece los precios de valores evaluados en hasta 800 billones de dólares e influye en otras tasas de referencia.

Las tasas Líbor son fijadas diariamente por los reguladores bancarios británicos, quienes reciben cotizaciones de hasta 18 bancos sobre lo que les cuesta pedir prestado en los mercados públicos cada día».

Por otro lado, también es importante señalar que la aparición de productos de ingeniería financiera cada vez más complejos y sofisticados, difícilmente comprensibles sin una formación adecuada, llevan a una condición asimétrica en la que la información del producto contratado no se está trasladando por completo.

Los intermediarios financieros proporcionan varios servicios tanto a los individuos y a las empresas como a la propia Administración pública. Estos pueden mantener una simple relación de comprador-vendedor con los clientes; pueden ser asesores y planificadores de las inversiones de sus clientes con todo lo que de exigencia ética comporta este tipo de actuación profesional.

Y es en este entorno donde entra en juego la **teoría de la agencia**, pues pueden aparecer múltiples conflictos de intereses, es decir, situaciones en las que el interés particular de una de las partes interfiere con los intereses del cliente. Este tipo de situaciones son difíciles de controlar y, siempre que generen incentivos suficientes, pueden dar lugar a conductas oportunistas.

La interconexión de los mercados provocada por la gran transformación financiera ha conducido a un mercado con un rápido crecimiento del precio de los activos, con innovaciones financieras, con una mayor volatilidad que, sumada al entorno económico actual con tipos de interés bajos y abundante liquidez, ha permitido grandes beneficios a partir de la especulación y el apalancamiento.

A pesar de todo, en este entorno de aparente crecimiento económico han fallado algunos mecanismos de regulación y control.

Encontramos ejemplos de ello: en la concesión de hipotecas *subprime* que, de entrada, eran de dudoso cobro; en la rápida titulización de las hipotecas, que permitía contablemente que estas salieran del balance; en la creciente remuneración de los directivos basada en opciones sobre acciones (*stock options*), llevando a la obtención de rentabilidades a corto plazo o a situaciones de elevado riesgo, las cuales han sido asumidas por algunas instituciones financieras confiando en una garantía sobre sus pasivos por parte del gobierno.

Todo esto ha conducido a una desconfianza tanto hacia las leyes como las instituciones y entidades financieras. La recuperación de la confianza y la creación de las condiciones que permitan desarrollar un sistema financiero basado en la confianza son dos de las razones de peso para desarrollar una cultura ética en las instituciones financieras. Hay que tener en cuenta que, de por sí, el propio mercado es vulnerable ante prácticas injustas y que, por lo tanto, la transparencia y la justicia son necesarias para evitar que las mismas prácticas se repitan.



De esta forma, cualquier persona relacionada con el mundo financiero –desde los analistas hasta los reguladores– ocupa una posición que ha de permitir generar la confianza que comporta actuar siguiendo una ética profesional y financiera. Es por eso que es importante ordenar éticamente la profesión a través de códigos deontológicos y de ética profesional.

Con todo, en última instancia, el nivel de ética financiera aplicado dependerá de la interrelación de diferentes elementos, como son: la integridad de las personas individuales, el liderazgo moral de quienes ocupan los cargos de responsabilidad y una comprensión de lo que significa la dimensión ética de la actividad financiera.