
VII. Innovaciones

El año 2002 ha sido muy positivo para la deuda pública española. Tras obtener, en diciembre de 2001, la máxima calificación por parte de la agencia de calificación crediticia Moody's, sus diferenciales con respecto a la deuda emitida por otros emisores de la zona euro iniciaron una disminución hacia niveles históricamente bajos, llegando a situarse, a principios de diciembre de 2002, en un diferencial a diez años de siete puntos básicos respecto a Alemania y de cero puntos básicos frente a Francia.

Entre los principales cambios acontecidos en el mercado español de deuda durante 2002 destacan la puesta en marcha de una nueva plataforma de negociación de deuda pública, MTS España, y la culminación del proceso integrador de los mercados financieros. En este sentido, se produjo la constitución formal de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A., como resultado de la unión de las cuatro bolsas españolas, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), el mercado de futuros sobre cítricos FC&M y el Holding de Mercados Financieros, integrado, a su vez, por MEFF, AIAF y SENAF.

Otro de los acontecimientos más significativos del año ha sido la entrada en vigor de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que ha proporcionado una base legal para iniciativas innovadoras. Entre ellas está la fusión de CADE y el SCLV, dando lugar a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear), que estará finalmente integrada en el Holding.

Por otro lado, se modificó la figura de Creador de Mercado de Deuda Pública del Reino de España y se eliminó la de Entidad Negociante de Deuda Pública. Asimismo, el Tesoro introdujo ciertas novedades en su política, adoptando nuevos procedimientos de emisión y concentrando los volúmenes en un menor número de subastas. Y, por último, se regularon las emisiones de deuda pública local y se modificaron ciertas normas reglamentarias para facilitar que esta disfrutase en la práctica de los mismos beneficios y condiciones que la deuda del Estado, a los que tiene derecho por ley desde 1998.

VII.1. CAMBIOS EN LAS FIGURAS DE CREADOR DE MERCADO Y ENTIDAD NEGOCIANTE DE DEUDA PÚBLICA

Los principios básicos de la regulación de las figuras de Creador de Mercado y Entidad

Negociante de Deuda Pública del Reino de España fueron establecidos por la Orden Ministerial de 10 de febrero de 1999, y desarrollados, respectivamente, por la Resolución de 11 de febrero de 1999 (1) y la Resolución de 4 de marzo de 1999, ambas de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF).

Los criterios relativos a los Creadores de Mercado fueron modificados por la Resolución de 20 de febrero de 2002, de la DGTPF, que derogó la Resolución de 11 de febrero de 1999 y redefinió las condiciones de colaboración de estas entidades con el Tesoro. Con respecto a la actividad de colocación de valores de deuda pública, se modificaron las condiciones que les eximían de la obligación de participar en las subastas; y con respecto a la negociación en el mercado secundario, se ampliaron las obligaciones de cotización a las que estaban sujetos para garantizar su liquidez. Además, la citada Resolución eliminó la figura de Entidad Negociante de Deuda Pública del Reino de España.

Estos cambios respondían a la necesidad de reforzar la actividad de los Creadores en el mercado de deuda del Estado para que esta conservase su atractivo en términos de liquidez, en un entorno caracterizado por un aumento de la competencia derivado de la implantación de la moneda única y la introducción de las nuevas tecnologías de la información en los mercados de capitales. Pero, con el objetivo de ampliar el ámbito de colaboración de los Creadores con el Tesoro para abarcar no solo el mercado de bonos y obligaciones, sino también el de letras, ya en 2003 ha sido aprobada la Resolución de 5 de marzo de 2003, de la DGTPF, por la que se regulan los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España y que sustituye a la Resolución de 20 de febrero de 2002.

Entre las principales novedades que introduce cabe citar la modificación de la segunda vuelta que se concede a los Creadores de Mercado de Bonos y Obligaciones. En este sentido, se limita la exclusividad en el acceso a aquellos Creadores que cumplan al menos una de las dos condiciones siguientes: haber cumplido los mínimos de cotización durante el último período de evaluación precedente a la subasta o haber resultado, de acuerdo con la evaluación mensual, más activos en los últi-

(1) Esta Resolución fue modificada por la Resolución de 31 de julio de 2001, de la DGTPF, con el objetivo de introducir mayor flexibilidad, permitiendo a la DGTPF alterar las condiciones de cotización, previo acuerdo con los Creadores de Mercado.

mos períodos de evaluación precedentes a la subasta (2).

Otra aportación de esta norma es la creación de la figura de Creador de Mercado de Letras, a imagen de la de Creador de bonos y obligaciones en cuanto a condiciones de acceso, pérdida de dicha condición, derechos, obligaciones y evaluación, aunque con algunas diferencias. Entre ellas destacan las que afectan al precio de adjudicación y a la fecha e importe de la segunda vuelta. Así, las peticiones de los Creadores de letras serán adjudicadas al precio marginal redondeado resultante de la fase de subasta (3), la segunda vuelta se desarrollará entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil posterior al de la celebración de la misma (4), y el importe emitido en ella será, como máximo, para cada letra, del 12 % del nominal adjudicado en la fase de subasta (5). Otra diferencia significativa es que los Creadores de letras no podrán segregar y reconstituir valores de deuda del Estado, actividad que queda limitada exclusivamente a los Creadores de bonos y obligaciones. Por último, mientras los Creadores de bonos y obligaciones solamente podrán participar en las operaciones de gestión y colocación de la deuda del Tesoro, los Creadores de letras también podrán acceder en exclusiva a operaciones de tesorería, como son las subastas de liquidez.

VII.2. NOVEDADES EN LA POLÍTICA DEL TESORO

Uno de los hechos más destacados de la política del Tesoro en 2002 fue la utilización del procedimiento de sindicación para poner en circulación la nueva obligación de referencia a quince años. La flexibilidad que supone para el Tesoro el poder elegir entre procedimientos de subasta y de sindicación, según convenga en

(2) Los primeros podrán obtener, como máximo, en la segunda vuelta, previa presentación de la correspondiente petición, el importe resultante de aplicar su coeficiente de participación en las adjudicaciones de las dos últimas subastas de ese bono al 20 % del nominal adjudicado en la fase de subasta. Para los segundos, el porcentaje es del 4 % adicional.

(3) Para bonos y obligaciones se utiliza el precio medio ponderado.

(4) La fecha límite para bonos y obligaciones son las doce horas del segundo día hábil posterior a la subasta.

(5) En bonos y obligaciones este porcentaje es del 24 %. Por otro lado, el 20 % y 4 % adicional del nominal adjudicado en la subasta —corregido por el coeficiente de participación— que pueden obtener como máximo los Creadores de bonos y obligaciones en la segunda vuelta pasarán a ser, en el caso de las letras, del 10 % y 2 %, respectivamente.

cada caso (6), constituye una innovación positiva.

Pero no es esta la única novedad en las subastas de bonos y obligaciones. En 2002 solo se celebraron 27 subastas, frente a las 36 del año anterior, lo que se tradujo en un mayor volumen por subasta. Además, las referencias que se subastaron cada día se fijaron al principio de cada trimestre, de acuerdo con el nuevo sistema de calendario, lo que permitió adaptar la oferta a la demanda del mercado sin perder el carácter predecible de las subastas. Otra novedad relevante se refiere a la resolución de las subastas. Aunque, en general, se mantuvieron los procedimientos de emisión, para el caso de las obligaciones del Estado a diez años se aplicó el sistema multiprecio, en lugar del sistema holandés modificado habitualmente utilizado (7). El objetivo de esta medida era evitar la presentación de pujas a precios superiores a los del mercado secundario. Sin embargo, dado que el nuevo procedimiento de emisión no ha eliminado esa práctica, a partir de febrero de 2003 todas las subastas han vuelto a resolverse por el sistema holandés modificado.

Mención aparte merece el mercado de letras del Tesoro, que ha sido objeto de una marcada reforma. La puesta en marcha de la moneda única y la negociación en plataformas electrónicas han reducido el carácter nacional que estos instrumentos han tenido tradicionalmente en Europa. En España, sin embargo, el porcentaje de letras en circulación colocadas en manos de no residentes es solo del 3,3 %, lo cual contrasta

con la participación de los inversores extranjeros en bonos y obligaciones, que supera el 40 %.

En este contexto, el Tesoro ha adoptado una serie de medidas encaminadas a colocar al mercado español entre los líderes de la zona euro. Ya en 2001 se modificaron las fechas de vencimiento de las nuevas letras puestas en circulación, de manera que, a partir de agosto de 2002, el Tesoro realiza una única subasta mensual a doce y dieciocho meses. Frente al sistema anterior de subastas quincenales, el cambio supuso una reducción a la mitad del número de referencias en circulación y un incremento de su volumen, con la consiguiente potenciación de su liquidez. En septiembre de 2002 se puso en marcha una segunda fase de reforma que afecta tanto al mercado primario como al secundario. En el mercado primario se concentran los vencimientos, que se producirán, a partir de febrero de 2004, en los meses pares del año. Asimismo, se subasta una misma referencia en varias ocasiones (8), lo cual facilita la acumulación de saldos en circulación por cada referencia, que superará, en 2004, los 5.000 millones de euros, garantizando la liquidez de estos activos. Por otra parte, para conseguir que desde el primer momento cada nueva referencia de letras sea plenamente líquida, el primer tramo, subastado a dieciocho meses, será mayor.

En cuanto al mercado secundario de letras del Tesoro, dos medidas contribuirán a mejorar su transparencia y liquidez. Por un lado, se incorporan las letras a las dos plataformas españolas de negociación, Senaf y MTS España; y, por otro, aparece la figura del Creador de Mercado de Letras, como se comentó en el apartado anterior.

VII.3. DEUDA DE LAS ENTIDADES LOCALES

La Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, que introdujo modificaciones en la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas Locales, equiparó los beneficios y condiciones aplicables a las emisiones de deuda pública de las entidades locales con las del Estado (9). En 2002 se publicó el Real Decreto

(6) Para emitir volúmenes elevados de determinados instrumentos puede resultar más adecuada la sindicación, ya que, en principio, facilita una mejor distribución entre inversores nacionales e internacionales, al tiempo que garantiza la colocación de un importante volumen entre los inversores finales desde el primer día de su emisión. En el caso que nos ocupa, el propósito del Tesoro era convertir esta obligación en una referencia a nivel internacional, aprovechando el máximo *rating* crediticio otorgado a la deuda española por la agencia de calificación Moody's en diciembre de 2001. Los resultados, teniendo en cuenta que se trata de una referencia con vencimiento largo y algo atípico para otros emisores, fueron sobresalientes. Se alcanzó un volumen de órdenes de compra superior a los 9.000 millones de euros, de los cuales se colocaron 5.000 millones, lo cual facilitó su admisión a corto plazo en las principales plataformas internacionales de negociación de deuda. De hecho, el 83 % de la emisión se colocó fuera de España.

(7) El sistema multiprecio consiste en adjudicar todas las peticiones aceptadas al precio ofrecido incrementado en el importe del cupón corrido. El sistema holandés modificado resulta de combinar elementos de la subasta holandesa (o de precio único) con elementos de la subasta convencional (o de precios múltiples). Así, las peticiones realizadas al precio mínimo se adjudican a este precio; las peticiones entre el precio mínimo y el precio medio ponderado redondeado pagan el precio pujado, y las peticiones por encima del precio medio ponderado redondeado y las no competitivas pagan el precio medio ponderado redondeado. En todos los casos el precio se incrementa por el cupón corrido.

(8) Desde 2002 el Tesoro ha empezado a subastar cada referencia un total de cuatro veces, emitiéndola con 18, 17, 12 y 11 meses al vencimiento, y a partir de febrero de 2003 cada referencia se subasta en seis ocasiones —a 18, 17, 12, 11, 6 y 3 meses—.

(9) Este hecho afectó, entre otros, a los siguientes aspectos: sustitución del otorgamiento de escritura pública por la publicación en el BOE como requisito para la representación de las emisiones mediante anotaciones en cuenta, supresión de la necesidad de la verificación previa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la admisión a negociación y la posibilidad de negociar la deuda pública local en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

705/2002, de 19 de julio, por el que se regula la autorización de las emisiones de deuda pública de las entidades locales, con una doble finalidad. Por una parte, regular el procedimiento para la autorización por el Ministerio de Hacienda de las emisiones de deuda pública local, y, por otra, modificar diversas normas reglamentarias que dificultaban, en la práctica, que los beneficios y condiciones de la deuda del Estado se extendieran a las emisiones de deuda pública local.

VII.4. APROBACIÓN DE LA LEY DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

La principal novedad acontecida en 2002 en el ámbito de los mercados financieros españoles fue la aprobación de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (LMRSF). Dicha Ley recoge una serie de medidas necesarias para adaptar el sistema financiero a los cambios experimentados por los mercados, que tienden cada vez más hacia el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información, la desintermediación financiera, los procesos de integración y el aumento de la competencia. Dos de los objetivos de la LMRSF son el fomento de la eficiencia en el mercado de valores y el impulso a la competitividad de la industria financiera. Entre las medidas que dispone para conseguirlos destacan, a efectos de esta Memoria, las que se refieren al Mercado de Deuda Pública.

Así, para favorecer la eficiencia de la industria se establecen medidas encaminadas a integrar los distintos sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. En este sentido, como se detalla en el apartado correspondiente, se regula un régimen flexible y abierto por el que se crea Iberclear, Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., mediante un proceso de fusión del SCLV y CADE, en el que se podrán integrar los otros sistemas ya existentes —los de derivados o los gestionados por las Bolsas de Valencia, Bilbao y Barcelona—.

Por otra parte, y también con el propósito de fomentar la eficiencia en el mercado, se da fundamento legal para la creación de una o varias entidades de contrapartida central. Estas entidades, actuando por cuenta propia, aseguran la liquidación de las operaciones contratadas en los mercados de valores. Su característica principal es la de interponerse entre las partes contratantes, asumiendo como propias las obligaciones de ejecución de las distintas órdenes de transferencia de valores o efectivo introducidas por los participantes, y gestionando el riesgo que se deriva de esta interposición mediante la

exigencia de garantías. Su supervisión corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España.

Por último, con el objetivo de dotar de una mayor flexibilidad en la gestión de balances a las entidades financieras, se crea un nuevo producto financiero, las «cédulas territoriales», basando su regulación en la de las cédulas hipotecarias. Se trata de valores de renta fija cuyo capital e intereses estarán especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, los organismos autónomos y las entidades públicas empresariales o de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo. Estarán representados mediante anotaciones en cuenta y podrán ser admitidas a negociación en los mercados de valores y adquiridas por las entidades financieras para integrar sus carteras de inversión. Así, las cédulas territoriales amplían el conjunto de garantías admisibles en las operaciones de política monetaria y, al ser negociados en AIAF, estarán registrados en la Central de Anotaciones. Con esta figura se pretende que las entidades de crédito dispongan de una posibilidad de refinanciación de sus créditos frente a las Administraciones Públicas regionales o locales, y al mismo tiempo eliminar la ventaja competitiva de otros países comunitarios en los que ya se utiliza este instrumento.

VII.5. CAMBIOS EN LA ORGANIZACIÓN DE LA INDUSTRIA DE MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

El Mercado español de Deuda Pública experimentó en 2002 cambios sustanciales de organización. En el mercado secundario destaca la entrada de una nueva plataforma de negociación, MTS España. Pero, en lo que a organización del mercado se refiere, el acontecimiento más significativo de 2002 ha sido, sin duda, la conclusión del proceso de integración de mercados iniciado en años anteriores, con la creación de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.

VII.5.1. MTS España

Uno de los mayores cambios experimentados en 2002 por el mercado secundario de deuda pública ha sido la creación de un segundo Sistema Organizado de Negociación que opera sobre deuda pública en nuestro país, MTS España. En un contexto de competencia entre Senaf y MTS España, la negociación de deuda, que ha mostrado un notable impulso a

lo largo de 2002, ha tendido a concentrarse en las plataformas electrónicas de negociación.

Otro hecho destacable es la introducción de nuevos valores en ambas plataformas de negociación. Como se comenta más arriba, las dos han incluido las letras del Tesoro entre los productos negociados, además de un segmento para la negociación de simultáneas, en la modalidad de garantía tanto genérica como específica.

VII.5.2. Iberclear

Iberclear, nombre comercial de la Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A., fue constituida el 7 de junio de 2000 por el SCLV y el Banco de España. Surgió como el embrión de un futuro Depositario Central de Valores de España, que unificaría la gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en el ámbito nacional, y cuya creación formal quedaba pendiente de la aprobación de la LMRSF, finalmente alcanzada en 2002.

Pero anteriormente a la entrada en vigor de la LMRSF ya se habían dado pasos importantes en el proyecto de unificación de los Sistemas de Registro y Liquidación de Renta Fija. El 9 de julio de 2001, todos los valores denominados en euros admitidos a negociación en AIAF Mercado de Renta Fija fueron incorporados a la plataforma técnica que gestiona CADE, manteniendo el SCLV la responsabilidad última respecto al registro y liquidación de los mismos. Dichos valores representaban alrededor del 80 % de la contratación en AIAF, de modo que su incorporación suponía, en la práctica, la unificación en una misma plataforma técnica de los procesos de registro y liquidación de los valores de renta fija denominados en euros negociados en los dos mercados mencionados. El 28 de enero de 2002 se incorporaron los valores que todavía estaban denominados en pesetas, y con ello el tratamiento operativo básico de todos los valores negociados en AIAF quedó equiparado al de los valores emitidos por el Tesoro español y las Comunidades Autónomas registrados en CADE (10). Esta integración incrementa la agilidad a la hora de utilizarlos como garantía de las operaciones de crédito con el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Con la entrada en vigor de la LMRSF se produjo finalmente la creación formal de Iberclear, propietaria de los sistemas de liquidación de valores que antes gestionaban el Banco de

(10) En concreto, las operaciones sobre dichos valores pueden ser liquidadas operación a operación (por brutos) y en tiempo real, incluso en el mismo día de su negociación (liquidación en D+0).

España y el SCLV. Para ello, la LMRSF modificó la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988), que establecía una división de facultades entre el SCLV y el Banco de España, según la cual se encomendaba al SCLV el registro, compensación y liquidación de los mercados bursátiles y permitía que realizase estas mismas funciones para AIAF Mercado de Renta Fija, mientras el Banco de España gestionaba CADE. Las funciones encomendadas a esta nueva sociedad son: 1) llevar el registro contable correspondiente a valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios oficiales, cuando sus órganos rectores lo soliciten; 2) gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las bolsas de valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública y, en su caso, en otros mercados secundarios oficiales (11); y 3) las demás que le encomiende el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España.

Por tanto, el registro contable de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública ha pasado a corresponder únicamente a Iberclear, como registro central, y a las entidades gestoras. Además de estas últimas, también podrán mantener cuentas de valores en Iberclear el Banco Central Europeo, los Bancos Centrales Nacionales de la UE y los Depositarios Centrales de Valores (12), así como los centros de compensación interbancaria, al objeto de gestionar el sistema de garantías.

VII.5.3. El holding «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.»

El 15 de febrero de 2002 se constituyó formalmente «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.», propietaria del 100 % de las acciones de las cuatro bolsas españolas, el SCLV, el mercado de futuros sobre cítricos FC&M y el Holding de Mercados Financieros españoles,

(11) Todo esto sin perjuicio de que, respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia para ello dispongan la creación de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación, con las mismas facultades que Iberclear.

(12) De igual modo, Iberclear podrá mantener cuentas de valores a su nombre en dichos depositarios.

integrado a su vez por MEFF, AIAF y SENAF. Con este paso quedó prácticamente finalizado el proceso de integración de los mercados financieros españoles, quedando pendiente la incorporación de CADE, una vez aprobada la LMRSF, para constituir Iberclear junto con el SCLV.

Al agrupar Bolsa, renta fija, derivados, compensación y liquidación, España ha optado por un modelo de agrupación del negocio más similar al elegido por los mercados alemanes, frente al modelo horizontal promovido por Euronext, el otro gran bloque en los mercados europeos, aun cuando su mayor similitud se encuentra en el modelo suizo, donde la bolsa y el depositario

son propiedad de un *holding*. Es difícil cuantificar cuál es la mejor alternativa en términos de ahorros de costes para los participantes, pero, en todo caso, la opción elegida en España aporta sin duda un mayor peso específico a las estructuras nacionales. El *holding* se configura así como un conglomerado con la dimensión suficiente para responder adecuadamente a los procesos de fusiones en los mercados mundiales, y especialmente en Europa. Y, al mismo tiempo, representa una oportunidad para ampliar el negocio de las sociedades que se integran en él, ya que permite el aprovechamiento de economías de escala y la potenciación de nuevos productos de los diferentes mercados.