

# MERCADOS DE RENTA FIJA: UNA ASIGNATURA PENDIENTE

El propósito del presente artículo de **Miguel Córdoba** es analizar el mercado de renta fija en España, estudiando cuáles son sus características básicas, cuál es su situación actual y cuáles debieran ser sus funciones, y examinando, en la medida de lo posible, cómo se adaptan a éstas los dos proyectos existentes en la actualidad —el promovido por la AIAF y el desarrollado por la Bolsa— a través de un análisis de ambas opciones y de su posible integración en el mercado financiero español.

## INTRODUCCION

**E**L pasado día 1 de agosto (BOE del 12 de septiembre de 1991) el Ministro de Economía y Hacienda firmó la orden ministerial que otorgaba al mercado de renta fija promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) la calificación de mercado organizado no oficial, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y del Banco de España (BE).

En paralelo, la Bolsa de Madrid ha desarrollado y puesto a punto nuevas aplicaciones informáticas que permiten una contratación más ágil que la actual de la tradicional operativa de compraventa de bonos, obligaciones y cédulas que se realizan en los corros.

El objetivo común de ambos proyectos es racionalizar y organizar la emisión y transmisión de activos de renta fija, entendiendo por tales aquellos valores que se emiten con capitalización o al descuento, con uno o varios pagos desde su emisión hasta su amortización, y que devengan un tipo de interés fijo durante su existencia, el cual sólo puede ser alterado, durante periodos concre-

tos, en base a un acuerdo de indicación establecido en las condiciones iniciales de la emisión.

## CARACTERISTICAS BASICAS DE UN MERCADO DE RENTA FIJA

Un mercado de renta fija debe dar respuesta a las siguientes necesidades:

- **Liquidez.** Es fundamental que quien ha comprado o suscrito unos títulos pueda venderlos cuando lo necesite.

Muchas emisiones actuales no tienen la profundidad necesaria y, por ello, es muy arriesgado adquirirlas, puesto que si se necesita liquidez hay que vender los valores a precios completamente fuera de mercado.

Recuerdo como anécdota que, hace unos meses, un inversor necesitaba vender urgentemente unos bonos que no tenían liquidez, y que vencían cuarenta días más tarde. Cuando por fin consiguió venderlos en Bolsa, el nuevo adquirente obtuvo un 81 por 100 de rentabilidad anual durante esos cuarenta días. Es evidente que situaciones como ésta

no debieran darse en el mercado de renta fija que España necesita.

- **Seguridad.** Cuando un inversor toma una determinada posición, suscribiendo o adquiriendo unos títulos, debe conocer perfectamente quién los emite, qué riesgos comporta su posesión, y qué garantías tiene de que cobrará al vencimiento su inversión y los intereses de ésta.

Casos como el de los pagarés INTRA, que en los primeros meses de este año han resultado impagados, no deben producirse; y no porque no pueda darse el caso de que una entidad no pague al vencimiento, sino porque el inversor particular carecía de información adecuada para poder evaluar el riesgo de invertir en dicha compañía.

Un mercado de renta fija necesita de la existencia de una *agencia de rating independiente* que evalúe adecuadamente todas y cada una de las emisiones de renta fija existentes en el mercado en una primera fase; a partir de ese momento, cada nueva emisión debe ser calificada *a priori*, a fin de que desde el momento de su suscripción, los potenciales inversores conozcan los teóricos riesgos que asumen.

- **Universalidad.** Un mercado de renta fija debe ser capaz de negociar todas las emisiones existentes.

Es difícil de entender para un inversor que ciertos bonos sí pueden ser negociados, pero otros no. El inversor medio, el hombre de la calle, debe saber dónde llamar para operar, y es difícilmente aceptable para él escuchar la frase: «no, aquí no es; tiene que llamar a otro sitio».

- **Libertad de formación de precios.** La libertad tiene que darse en un doble sentido:

— Manteniendo la libre competencia; es decir, dejando que el mercado, y las leyes de la oferta y la demanda, hagan oscilar los precios de los activos.

— Manteniendo la libertad de negociación; en el sentido de que si dos entidades quieren realizar una operación puedan hacerlo, independientemente del precio que decidan, e independientemente de que puedan existir otras entidades interesadas en tomar parte en la operación.

Situaciones en las que no se puede realizar una aplicación de títulos de renta fija en un corro, porque habría que prorratear bien en la compra, bien en la venta, no tienen demasiado sentido.

Situaciones en las que las partes hacen una transmisión a precio de mercado, y luego compensan su pacto privado mediante facturas ficticias, tienen que desaparecer.

Cuando se invierte en renta fija, y asumiendo la igualdad de *rating*, lo que se está tomando en realidad es una posición a un determinado tipo de interés, o tasa interna de rentabilidad (TIR).

No se atenta para nada contra la libre competencia si dos entidades pactan una transmisión al 13 por 100 de interés, puesto que estas operaciones las hacen todos los días los bancos con sus imposiciones a plazo, y con sus créditos, a precios distintos, y nadie les obliga a operar en un mercado de imposiciones o de créditos transparentes; las relaciones son personales entre dos partes.

De la misma manera, dos entidades tienen que poder pactar una transmisión de 100 millones de pesetas en bonos Iberdrola al 13 por 100 de interés, aunque el

mercado esté al 12,50 por 100 y haya terceros que deseen comprar 20 millones al 13 por 100.

- *Rapidez en la liquidación.* Es conocido el dicho de que cuando se vende renta fija se quiere tener el dinero en cuenta simultáneamente, y que aunque se abone dos días después «con buen valor» no es lo mismo, puesto que durante estos dos días no hemos tenido el dinero, y por tanto no hemos podido utilizarlo como hubiéramos querido.

En este sentido, es un excelente ejemplo el mercado de deuda pública anotada en el BE, donde se opera hasta las 11,30 horas, valor mismo día, y es obligación de las entidades adheridas al mismo el hacer los movimientos de fondos necesarios, en cuentas de dicha entidad, para que queden liquidadas todas las posiciones.

Es claro que si operamos a las 10,00 y hacemos una transacción, lo ideal es que a las 10,05 el comprador tenga los valores y el vendedor su dinero. Esta situación utópica puede ser sustituida por una compensación general diaria que permita que, por saldo y valor mismo día, se cancelen todas las posiciones deudoras y acreedoras.

- *Información comparativa.* En un mercado de renta fija es fundamental comparar el TIR, duración, *rating* y periodicidad de pagos de cada emisión.

Si la información no está disponible para los inversores, el mercado no será transparente, y la entidad que tenga un mejor *software* tendrá ventaja sobre las demás.

Esta situación no es asumible por un mercado, por lo que deben existir mecanismos para que,

gratuitamente, cualquiera que lo precise disponga de la mejor y mayor información que pueda conocerse.

- *Adecuada regulación.* Un mercado de renta fija debe tener un marco legal y operativo razonable; no debe regularse exhaustivamente, habida cuenta de la permanente innovación financiera en estos productos, y tampoco deben desconocerse las normas básicas de actuación.

El Ministerio de Economía y Hacienda, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores deben fijar las oportunas «reglas del juego».

- *Relaciones con otros mercados.* En particular, con el mercado de productos derivados, como futuros y opciones sobre tipos de interés.

Es preciso que se puedan realizar «operaciones simultáneas» de toma de posición en firme en activos y su venta a futuro en otro mercado. La vinculación de operaciones debe ser automática, de tal manera que un cambio de estrategia de renta variable a fija suponga una venta de acciones y una compra de bonos simultánea.

- *Claridad en la normativa fiscal.* Cada producto debe tener una adecuada fiscalidad, completamente conocida y sin posibilidad de doble interpretación.

Si determinados bonos «mata-dor» no están sometidos a fiscalidad en el mercado italiano, debe ésta ser una información ampliamente difundida mediante folletos, y no restringida a especialistas.

Si una emisión de bonos austríacos está exenta de tributación, debe asimismo difundirse este hecho entre el público en general.

Si una emisión de bonos implica la entrega de *warrants*, debe darse difusión a la forma en que tributarán los *warrants* desde el momento en que se emitan los bonos, etcétera.

Asimismo, y en el caso de retenciones sobre capital mobiliario, es preciso «normalizar» los modelos de retención, de tal manera que todas las entidades que trabajen en el mercado usen un modelo similar y con garantías de legalidad de cara a la justificación ante la hacienda pública. Y, lo que es más importante, la ley debe garantizar la entrega del documento *de facto*, y en el momento de producirse el devengo de la retención.

Es triste observar el peregrinaje de algunos clientes de un intermediario a otro hasta que se aburren oyendo respuestas como: «lo siento, pero la retención no la hacemos nosotros, sino el emisor de los títulos»; «lo siento, pero nosotros, como emisor de los títulos, retenemos globalmente, y no sabemos quiénes son los destinatarios de la retención».

O bien, la inhibición fiscal del Banco de España en las operaciones de compra en *repo* de bonos del Estado, siendo incapaz de determinar quién es el destinatario de la retención el día del pago del cupón: si es la entidad gestora cedente en *repo* o el adquirente del *repo* (este hecho traerá notables problemas a las entidades gestoras de anotaciones en cuenta cuando pasen futuras inspecciones fiscales, toda vez que el certificado de retenciones del Banco de España a dichas entidades incluye las retenciones a terceros).

- *Agilidad en las emisiones del mercado primario.* Es penoso observar emisores que tardan casi un año en tener los títulos a dis-

posición de los suscriptores, los cuales tienen grandes dificultades para su venta. Asimismo, cuando hay pagos semestrales, se demora, en muchas ocasiones, notablemente el pago del cupón, ya que no se conoce la numeración que hay que facturar. Es preciso, pues, acortar los plazos de emisión en mercado primario, y un mercado de renta fija debe fijar un plazo máximo de emisión.

Además, es preciso que se garantice la igualdad de trato, en lo que respecta a costes de transmisión para las citadas emisiones de mercado primario, en el período que media entre el cierre de la suscripción y la admisión a cotización.

De acuerdo con la legislación vigente, los nuevos títulos suscritos pueden ser objeto de transmisión desde el momento de su emisión. Pero las demoras en la admisión suelen suponer varios meses de ausencia de cotización. En estos meses, si un suscriptor quiere vender sus títulos, además de localizar al comprador, tiene que acudir a una sociedad o agencia de valores y Bolsa para que realice la aplicación extrabursátil, en la cual se cobran los corretajes que se pacten, y se emite una nueva póliza de propiedad, sin numeración ni referencias técnicas, puesto que no se conocen. Pasados unos meses, la entidad emisora entrega los títulos junto con la póliza a nombre del primitivo suscriptor, en la cual se detalla la referencia técnica original. Evidentemente, la referencia técnica está identificada con un propietario, y la sociedad rectora de la Bolsa correspondiente no reconoce la aplicación extrabursátil en tanto en cuanto no le sea comunicada.

Sin embargo, la comunicación

no es suficiente para que se emita y reconozca una nueva referencia técnica para el nuevo propietario, sino que se exige la exclusión de la referencia técnica del sistema de fungibilidad, con un coste del 3 por 1.000 sobre el efectivo, seguida de la adjudicación de numeraciones concretas que se transmiten al nuevo propietario, por cuenta del cual se realiza una nueva inclusión en el sistema, asignándosele una nueva referencia técnica.

Es preciso evitar estas discriminaciones, con costes incluso superiores a los corretajes.

## SITUACION ACTUAL EN ESPAÑA

En nuestro país, la negociación de valores tiene los componentes que se recogen en el esquema 1.

La evolución en los últimos años ha sido muy importante, quedando perfectamente definidas muchas de las competencias necesarias para un adecuado desarrollo del mercado de valores. La CNMV, el Banco de España, y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera velan por la correcta emisión y negociación de los valores del mercado español.

Sin embargo, y probablemente debido a su complejidad, había quedado pendiente el adecuado tratamiento de los mercados de renta fija. Desde el nacimiento de la Bolsa en España, se venían cotizando los tradicionales valores del Estado, casi con exclusividad, en dicha institución. Sin embargo, y a partir de 1982, se fue desarrollando en nuestro país un incipiente mercado de renta fija privada, que ha llegado en la actualidad a convertirse en un mercado con profundidad y desarro-

**ESQUEMA 1  
NEGOCIACION DE VALORES**

<b>BOLSA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Negociación de renta variable en exclusividad para valores admitidos a cotización.</li> <li>— Negociación de renta fija para valores admitidos a cotización.</li> </ul>
<b>MERCADO DE DEUDA PUBLICA ANOTADA EN BANCO DE ESPAÑA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Negociación de títulos emitidos por el Tesoro Público, mediante anotaciones en cuenta, en exclusividad.</li> </ul>
<b>MERCADO AIAF</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Negociación de valores de renta fija, y en particular, de bonos «matador».</li> </ul>
<b>SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES (Y BOLSA)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Aplicaciones extra-bursátiles para valores no cotizados en Bolsa.</li> </ul>
<b>BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y SOCIEDADES MEDIADORAS DEL MERCADO DE DINERO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Transmisiones de pagarés de empresa al amparo de la Ley 14/85, de Régimen Fiscal de Activos Financieros.</li> <li>— Transmisiones de certificados de transferencia de participación de crédito (CTPC's).</li> </ul>
<b>NOTARIOS Y CORREDORES DE COMERCIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Transmisiones extra-bursátiles para valores no cotizados en Bolsa.</li> </ul>
<b>MEFFSA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Negociación de futuros financieros sobre bonos, MIBOR, etcétera.</li> </ul>
<b>MOFEX</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Negociación de opciones financieras, opciones sobre índice bursátil, etcétera.</li> </ul>

llo, y en el que se transmiten volúmenes considerables de valores.

Para intentar fijar las reglas de emisión y negociación de valores de renta fija no admitidos a cotización, surgió la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), como respuesta a las necesidades de dicho mercado, y a partir de las propias entidades que operaban en él.

Asimismo, y en 1987, el Banco

de España creó la Central de Anotaciones en Cuenta, a fin de modernizar y agilizar la tradicional operativa bursátil de negociación de valores emitidos por el Tesoro público, habida cuenta del notable incremento de operatoria que se había producido en nuestro país, motivado por la creciente necesidad de financiar el déficit público.

La separación de los valores emitidos por el Tesoro público de la negociación bursátil no pro-

dujo ninguna complicación, puesto que se trataba de un proyecto estatal, y el mercado de deuda anotada se desarrolló y consolidó. Sin embargo, el proyecto de renta fija ha sido promovido por una asociación independiente, y esta vez la Bolsa, en particular la de Madrid, no está dispuesta a dejar que se vaya del mercado bursátil una parte significativa de la contratación actual en corros. A tal fin, ha desarrollado un proyecto de contratación por pantallas, que sustituya a la tradicional contratación en los corros, y que sea capaz de negociar con gran agilidad los valores de renta fija admitidos a cotización.

En paralelo, la AIAF también ha desarrollado su proyecto, apoyándose en el sistema de compensación y liquidación de Espaclear. Las cifras de contratación de estos dos mercados son las que figuran en el esquema 2.

Evidentemente, en mercados no organizados se mueven también cifras significativas, pero no es posible establecer estadísticas fiables relativas al movimiento de pagarés forales, AFRO y obligaciones, cédulas, bonos y pagarés no integrados en el sistema Espaclear, y no admitidos a cotización oficial en Bolsa.

La cuestión que nos planteamos es si estos dos mercados, recientemente creados, constituyen la solución a los problemas planteados al inicio de este análisis, y si realmente debe haber dos mercados que se complementen, o si bastaría con uno solo que evitara duplicidades innecesarias.

Para contestar a esta cuestión, vamos a analizar los rasgos más significativos de estos dos mercados, para después efectuar una comparación entre ellos.

**ESQUEMA 2  
CIFRAS DE CONTRATACION**

	1989	1990	Ener/Sept. 1991	Estr. (%)
<b>BOLSA</b>	359.200	573.700	445.167	31,29
— Fondos públicos	187.200	185.700	143.936	10,12
— Obligaciones y bonos Sector privado	172.000	388.000	301.231	21,17
<b>AIAF</b>	54.916	337.659	977.376	68,71
— Pagares de empresa	54.916	321.281	639.882	44,98
— Obligaciones y bonos Sector privado			101.308	7,12
— Cédulas hipotecarias		16.378		
— Bonos «matador»			236.186	16,60
<b>TOTAL NEGOCIACION RENTA FIJA EN MERCADOS ORGANIZADOS</b>	414.116	911.359	1.422.543	100

**EL MERCADO DE LA AIAF**

El artículo 46 de la Ley del Mercado de Valores, de 28 de julio de 1988, establece que la única forma de operar en un mercado organizado distinto de la Bolsa es mediante anotaciones en cuenta. A partir del momento en que definitivamente se regulen las anotaciones en cuenta, será preciso que las empresas realicen todas las emisiones por esta vía, ya que, por lo indicado anteriormente, las emisiones de títulos irán todas por la vía de Bolsa (supuesto que se trate de emisiones admitidas a cotización en un mercado organizado).

Una vez que se ha autorizado

por el Ministerio de Economía y Hacienda el mercado de la AIAF, es preciso realizar la integración del sistema Espaclear de liquidación y compensación en el Servicio Nacional de Compensación y Liquidación, cuya sociedad promotora está realizando en estos momentos los trámites necesarios para el desarrollo y puesta en marcha de este servicio. Una vez regulado y constituido dicho servicio, el sistema Espaclear pasará a ser un subsistema de aquél, que integrará todos los sistemas de compensación y liquidación de valores de los mercados organizados de nuestro país.

El mercado de la AIAF ha dado, pues, todos los pasos

precisos para convertirse en un mercado organizado de renta fija. Asimismo, ha desarrollado un sistema para la compraventa, vía pantallas, de bonos «matador» a nivel internacional, y está en el camino de integración en un mercado europeo de valores de renta fija.

En el mercado de la AIAF, la formación de precios es libre entre las partes, y las cotizaciones de las pantallas constituyen solamente precios indicativos; existiendo un sistema de préstamo de valores desarrollado en Espaclear para los casos en los que se produzcan ventas en descubierto.

Los creadores de mercado es-

tán obligados a mantener posiciones de compraventa simultánea en ambos lados del mercado (compra y venta), con un máximo de un 1 por 100 entre los precios de oferta y demanda, mientras que el banco director de una emisión debe cotizar precios durante las seis primeras semanas transcurridas desde el lanzamiento de una emisión.

Por su parte, Espaclear tiene desarrollado un importante esquema de información de sucesos (nuevas emisiones, pagos de cupón, amortizaciones, etc.) que facilita en tiempo real a los miembros del sistema. Asimismo, subcontrata el depósito de títulos con otras entidades depositarias, como bancos y cajas de ahorros, estableciendo una entidad para cada valor.

La compensación de saldos se realiza diariamente a través de la cuenta que, en el Banco de España, debe tener abierta cada uno de los miembros del mercado; y la difusión de las cotizaciones se realiza vía Reuter, mediante el Sistema SECA (Sistema Estandarizado de Cotización de la AIAF).

## **EL MERCADO DE LA BOLSA DE MADRID**

Constituye un desarrollo de la tradicional contratación en corros mediante la sustitución de la negociación a viva voz por un sistema electrónico, capaz de contratar cualquier activo *standard* de renta fija, público o privado, emitido tanto en pesetas como en divisas. El nuevo sistema contempla un procedimiento específico de negociación de «bloques» (grandes operaciones), diferenciado del mercado minorista de órdenes.

Asimismo, la Bolsa será el único mercado en el que se podrán negociar todos los valores sin excepción, teniendo la exclusividad en lo que se refiere a valores materializados en títulos. Con ello, se configura como el mercado de los valores emitidos por pequeñas y medianas empresas, que no será normal que acudan al sistema de anotaciones en cuenta, al menos en la etapa inicial.

Se institucionalizarán los creadores de mercado, que voluntariamente ofertarán posiciones de compra y venta sobre determinadas emisiones de renta fija, con un margen máximo de diferencia entre estos precios.

Por otro lado, no se conocerá la identidad de los miembros del mercado que están negociando las posiciones por pantalla; es decir, se trata de un mercado «ciego».

Se creará un mercado bursátil de deuda anotada, que funcionará paralelamente a la actuación de las actuales entidades gestoras, si bien sólo negociará operaciones de compraventa simple al contado; es decir, no podrán operar *en repo* en una primera fase.

La liquidación y compensación de las operaciones se realizará al día siguiente de su contratación para valores en anotaciones en cuenta, y dos días después para la liquidación de bloques de más de 50 millones de pesetas para valores fungibles, con entrega de RT.

## **COMPARACION ENTRE AMBOS SISTEMAS Y EL TEORICO SISTEMA IDEAL**

Si nos centramos en las características a través de las cuales

hemos definido un mercado ideal de renta fija, podemos observar en qué medida el mercado de la AIAF y el mercado bursátil dan respuesta a las necesidades planteadas.

### **Liquidez**

*Mercado de la AIAF.* Al tratarse de un mercado básicamente mayorista, y constituido por grandes emisores, es un mercado bastante líquido, siempre que se negocien «paquetes» de un cierto volumen. Sin embargo, si un particular deseara negociar un pagaré de 500.000 pesetas ó 5 bonos de 10.000 pesetas, tendría bastantes problemas para conseguirlo.

*Mercado bursátil.* Es bastante ilíquido. A pesar de que en 1990 había un saldo vivo de 5,5 billones de pesetas admitidas a cotización bursátil:

- 3 billones de bonos y obligaciones.
- 2 billones de pagarés de empresa.
- 0,5 billones de bonos «matador».

La contratación fue escasamente de 388.000 millones de pesetas; es decir, un índice de rotación del 7 por 100.

Evidentemente, los propietarios suelen ser minoristas, con una pequeña cantidad de valores que suelen conservar hasta su vencimiento, cobrando periódicamente sus cupones. Sin embargo, si necesitaran liquidar sus posiciones, les sería muy difícil, salvo que pagaran una importante penalización por «despertar» a ese gigante dormido que es la Bolsa en la vertiente de renta fija.

*Mercado ideal.* Ninguno de los dos mercados cumple los requi-

sitos, aunque, en base a la naturaleza y fundamento de ambos, parece que el mercado de la AIAF es más líquido, en su «nicho» de negocio, que el mercado bursátil.

## Seguridad

*Mercado de la AIAF.* Este mercado informa de los sucesos que se producen, en relación con los emisores que trabajan en él, a través de Espaclear.

Sin embargo, en ningún caso analiza el riesgo de las emisiones, posiblemente porque, al tratarse de un mercado de naturaleza mayorista, suelen concentrarse en él los emisores de primer nivel, que hasta el momento no han dado ningún problema, y si pudieran darlo, habría mecanismos de apoyo que impedirían el desamparo de los pequeños inversores.

*Mercado bursátil.* Análogamente, no tiene ningún mecanismo de análisis de riesgos, ni conciertos con firmas o agencias de *rating*, por lo que los valores se admiten a cotización presentando un folleto de admisión ante la CNMV, el cual es ignorado por los suscriptores, al igual que el folleto de emisión, que, en parte debido a su volumen, «duerme el sueño de los justos» en los registros de la CNMV, pero no es conocido por el gran público.

*Mercado ideal.* Probablemente, este tema sea el más dificultoso de la asignatura pendiente, en parte porque es difícil conseguir que firmas independientes de *rating* se desarrollen en el incipiente y estrecho mercado español. Standard & Poors o Moody's podrían hacerlo, pero es dudoso que se aventuren en proyectos de dudosa rentabilidad, ha-

bida cuenta de la poca tradición existente en España.

Firmas españolas como Renta 4 Rating, que se promovió hace dos años, no gozan de los medios ni de la garantía que pueden ofrecer las citadas entidades americanas, por lo que son proyectos de dudoso futuro.

La Bolsa, como mercado oficial, no debiera de entrar en el tema del *rating*, ya que se le podría imputar parcialidad en el caso de emisiones públicas o de organismos autónomos dependientes del Estado.

Por último, la AIAF podría ser la entidad más adecuada, pero ni tiene medios, ni la mayoría de las emisiones (precisamente las más problemáticas) cotizan, ni cotizarán, en dicho mercado. Por ello, en mi opinión, tendrán que pasar varias convocatorias extraordinarias hasta que se pueda superar este «parcial» de nuestra asignatura pendiente y, mientras tanto, los pequeños inversores se seguirán dejando embarcar en aventuras de dudoso futuro.

## Universalidad

*Mercado de la AIAF.* Se centra con exclusividad en productos típicos de renta fija privada:

- Pagarés de empresa.
- Bonos y obligaciones del sector privado.
- Cédulas hipotecarias.
- Bonos «matador».

Por Ley, tiene prohibido operar en deuda pública (pagarés del Tesoro, letras del Tesoro, bonos u obligaciones del Estado) y en bonos u obligaciones del sector privado que sean convertibles.

Además, en el momento en el

que se publique el Real Decreto sobre representación en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, sólo podrá operar con emisiones nuevas que se instrumenten en anotaciones en cuenta.

*Mercado bursátil.* Puede operar con todo tipo de productos de renta fija, incluidos bonos u obligaciones convertibles y deuda pública, a través de una conexión con la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España que entrará en funcionamiento en los próximos meses, y que permitirá a sociedades y agencias de valores y Bolsa adquirir la condición de entidad gestora, a los efectos de compraventa en firme.

*Mercado ideal.* En este caso, la AIAF dista mucho de ser un mercado ideal, puesto que al hecho de la prohibición legal de operar con deuda pública, bonos u obligaciones convertibles, y emisiones constituidas por títulos físicos, une el hecho de que, por su vocación mayorista, no cotiza emisiones de corte pequeño y mediano.

El mercado bursátil, por contra, cubre casi toda la gama de productos, salvo las operaciones *en repo*, en el mercado de deuda pública.

## Libertad de formación de precios

*Mercado de la AIAF.* Los precios son completamente libres, y se fijan en función de los acuerdos bilaterales celebrados entre las partes, existiendo, por tanto, opacidad en las transacciones.

*Mercado bursátil.* Los precios no son libres, y se trabaja en un mercado electrónico con contratación vía pantallas en el cual no

se conoce la otra parte, y se cruzan los precios en función de la oferta y la demanda. Además se exigen trámites de admisión a cotización, costes de exclusión del sistema de fungibilidad, si hay tomas de razón, etc., lo cual es bastante desalentador.

*Mercado ideal.* En este caso, el mercado de la AIAF se aproxima mucho al ideal, si bien no estaría de más que, en aras de la transparencia, y a pesar de la libertad de fijación de precios, se informara *a posteriori* al mercado de las transacciones producidas, precios fijados, y entidades intervinientes.

### **Rapidez en la liquidación**

*Mercado de la AIAF.* La liquidación es inmediata, en función de los acuerdos establecidos entre las partes, que, en virtud de los compromisos realizados con sus clientes, fijan el día de pago como fecha de la transmisión, siendo usual el hecho de que el traspaso de los fondos se realice a través de la cuenta en el Banco de España de las entidades que intervienen en la transacción. Es uno de los principales puntos fuertes de este mercado.

*Mercado bursátil.* La liquidación y compensación se realizará al día siguiente de la contratación, lo cual, *a priori*, no es un inconveniente muy importante, pero impide la negociación con valor mismo día.

*Mercado ideal.* De nuevo, es la AIAF la entidad que, en base a esa libertad de contratación que la caracteriza, y que permite a las partes ponerse de acuerdo en la negociación de fechas y formas de pago, presta un mejor servicio a los miembros del mercado que desean realizar transacciones de renta fija.

El mercado bursátil, con su normativa, impide las operaciones de elevado importe con valor día de contratación, que, en ocasiones, es preciso realizar de esa manera.

### **Información comparativa**

*Mercado de la AIAF.* En las pantallas de la AIAF pueden consultarse todos los precios de los productos ofertados y demandados por los creadores de mercado, así como los precios de compra y venta, y los TIR correspondientes.

*Mercado bursátil.* En las pantallas del mercado de renta fija en Bolsa, asimismo, se da información relativa a las emisiones cotizadas.

*Mercado ideal.* Evidentemente, los miembros del mercado tienen toda la información que necesitan, pero con ello no tenemos la garantía de que los inversores puedan acceder a ella.

En este sentido, sería útil que, vía Reuter, se transmitiera toda la información a los distintos puntos de venta de las entidades mediadoras, de tal manera que los inversores fueran capaces de conocer todo los datos precisos para tomar sus decisiones adecuadamente.

### **Adecuada regulación**

*Mercado de la AIAF.* Es un mercado regulado por la Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991, y por la Ley 14/1988, de 29 de julio, del Mercado de Valores, lo cual, aunque suponga la calificación de mercado no oficial, lo constituye como un mercado organizado.

Internamente, tiene unas normas reguladoras de los aspectos

básicos de la operatoria y liquidación. Sin embargo, su funcionamiento se caracteriza por una notable libertad de actuación para los agentes intervinientes, no existiendo ningún tipo de comisiones de tramitación de órdenes ni de admisión a cotización ni de emisión de pólizas.

*Mercado bursátil.* Podríamos calificarlo como la regulación por antonomasia, existiendo multitud de leyes y reglamentos que condicionan la operatoria.

Hasta el 31 de diciembre de 1991, se obliga a cobrar un corretaje, que varía desde el 2 hasta el 0,25 por 1.000, según los tramos de importes contratados, cantidades que pasarán a ser libres en 1992.

Además, se cobra un 0,35 por 1.000 por admisión a cotización y un 0,15 por 1.000 por extensión de las pólizas de propiedad, lo cual, para una emisión de 20.000-25.000 millones de pesetas, puede suponer entre 10 y 12 millones de pesetas de coste para el emisor.

*Mercado ideal.* Evidentemente, el mercado de la AIAF puede ser considerado como ideal en este sentido, puesto que evita que una excesiva regulación estrangule el mercado, y permite que sean los agentes de dicho mercado los que libremente fijen sus compensaciones.

Por otro lado, su autorización como mercado organizado permite que los fondos de inversión y de pensiones, y el resto de instituciones que tienen restricciones legales para colocar sus recursos, puedan invertir en el mercado de la AIAF.

El mercado bursátil necesitaría eliminar restricciones a la libre oferta y demanda, puesto que si hay que pagar los servicios ad-

ministrativos, con bajar cinco «pipos» (0,05 por 100) en el tipo de interés de cesión, el mediador ya se puede considerar pagado.

Y si alguien quiere llevarse sus títulos para, por ejemplo, hacer una fianza, o reducir capital, no tiene ningún sentido que tenga que pagar a la Bolsa un 3 por 1.000 del importe que necesite excluir.

### Relaciones con otros mercados

*Mercado de la AIAF.* Está bien conectado con otros mercados extranjeros, cotizando perfectamente los bonos «matador».

Asimismo, el sistema de liquidación de Espaclear está perfectamente conectado con Euroclear, lo cual permite que el «papel» emitido por los emisores nacionales o internacionales, denominado en pesetas, pueda colocarse ágilmente entre inversores extranjeros que desean que sus títulos se custodien en Euroclear.

Además, al tratarse de un mercado telefónico, es fácil la conexión nacional e internacional vía contacto personal directo, lo que facilita el cruce de operaciones.

*Mercado bursátil.* No está conectado internacionalmente, pero sí que posee la característica de permitir la negociación simultánea de renta fija, renta variable y algunos productos derivados. No obstante, al tratarse de un mercado electrónico, vía pantallas, y no existir el contacto personal, puede haber dificultades de cruce de operaciones.

*Mercado ideal.* Aunque ninguno de los dos mercados puede considerarse como mercado ideal, lo cierto es que el avance producido con la conexión inter-

ESQUEMA 3  
COMPARACION MERCADOS AIAF Y BURSATIL

AIAF	BOLSA
Liquidez	Liquidez
Seguridad	Seguridad
Universalidad	Universalidad
Libertad formación precios	Libertad formación precios
Rapidez liquidación	Rapidez liquidación
Información	Información
Regulación	Regulación
Relaciones otros mercados	Relaciones otros mercados

nacional del de la AIAF es muy importante, y es por ello por lo que creemos que también en este tema ha ganado la partida al mercado bursátil.

Las otras dos características que definían a un mercado ideal —claridad en la normativa fiscal, y agilidad en las emisiones del mercado primario— dependen, respectivamente, del Ministerio de Economía y Hacienda y de los propios emisores, por lo que no tiene sentido la comparación entre ambos mercados.

En el esquema 3, efectuamos una comparación gráfica entre

ambas opciones que, obviamente, y salvo en el tema, por otra parte de gran importancia, de la universalidad, se decanta a favor del mercado de la AIAF.

### CONCLUSIONES

A la vista de lo expuesto, no resulta fácil apostar por uno u otro mercado. Estamos ante una carrera entre dos caballos con características distintas, pero equiparables y, por supuesto, complementarias.

Hemos de decidir sobre dos cuestiones:

1.ª) Uno o dos mercados.

2.ª) Si fueran dos, cuál de ellos.

En lo que respecta a la primera cuestión, la existencia de un único mercado obligaría a la oficialidad del mismo, y este es un hecho que no puede ser nunca bien visto por ningún defensor de la libertad de mercado, entre los cuales me incluyo. El coste de la oficialización suele implicar una pérdida de agilidad, y ésta es una situación que, en mi opinión, no se puede permitir el sistema financiero español.

Por otro lado, el mercado oficial existe por Ley, por lo que la primera pregunta tiene una clara respuesta, cual es la existencia de dos o más mercados. Cuando decimos «o más», estamos indicando la posibilidad, o incluso la necesidad, de que existan otros mercados *over the counter* que den liquidez a determinadas emisiones específicamente; por ejemplo, bonos municipales, acciones preferentes, acciones sin voto, deudas subordinadas, pagarés de PYME, obligaciones indicadas, etcétera.

En lo que respecta a la elección entre el mercado de la AIAF y el de la Bolsa, hemos de tener en cuenta la vocación de cada uno de ellos:

- El mercado de la AIAF es claramente mayorista, un mercado de grandes emisores, con visión internacional y de difícil acceso para particulares.

- El mercado de la Bolsa es claramente minorista, para pequeños y medianos emisores, o para tramos específicos de grandes emisores, con visión doméstica y de especial acceso para particulares.

Sinceramente, creo que con-

vivirán en el sistema financiero español sin que surjan problemas entre ellos, ya que cada uno ha encontrado «su» mercado, y la única duda, en lo que a supervivencia se refiere, se centra en las cuentas de resultados.

Claramente, por su agilidad y pequeña estructura, el mercado de la AIAF no tendrá problemas en su desarrollo, y estimo que tiene su porvenir asegurado.

En el caso del de la Bolsa, todo dependerá de la canalización de las órdenes de particulares, las cuales no creo que vayan a ir en aumento en los próximos años, sino que, por contra, con la nueva legislación fiscal, se canalizarán vía fondos de inversión y fondos de pensiones, los cuales, desde el mes de agosto, ya pueden invertir en el mercado de la AIAF, y es previsible que canalicen muchas de sus inversiones hacia dicho mercado. No obstante, el mercado bursátil de renta fija forma parte del mercado oficial de la Bolsa, y como tal es un servicio más que presta, y que es absolutamente necesario, hecho este último que está fuera de toda duda; por ello, en el supuesto de que fuese deficitario, dicho déficit se diluiría dentro de las cuentas generales de las sociedades rectoras, habida cuenta de que, comparativamente con el resto de las actividades, no tiene un excesivo peso específico.