

ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES EUROPEO

JOSE MAURICIO ROBAYO RUBIANO

UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA
FACULTAD DE INGENIERIA FINANCIERA
ESPECIALIZACIÓN EN GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
BOGOTÁ D.C.
2015

ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES EUROPEO

JOSE MAURICIO ROBAYO RUBIANO

Trabajo de investigación para optar el título de Especialista en Gerencia y
Administración Financiera

JAVIER CARO
DIRECTOR DEL PROGRAMA DE ESPECIALIZACION EN GERENCIA Y
ADMINISTRACION FINANCIERA

UNIVERSIDAD PILOTO DE COLOMBIA
ESPECIALIZACIÓN EN GERENCIA Y ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
BOGOTÁ D.C.
2015

Nota de Aceptación

Dr. Javier Caro

Bogotá. 21 de mayo de 2015

CONTENIDO

	Pág.
RESUMEN	7
INTRODUCCION	8
1 EL MERCADO DE VALORES EUROPEO	9
1.1 Así Nacieron las Bolsas	9
1.1.2 Historia del Mercado de Valores de España	9
1.1.2.1 Historia y Formación	9
1.1.2.2 Estructura del Mercado de Valores Español	10
1.1.2.2.1 Renta Variable	12
1.1.2.2.2 Futuros y opciones	12
1.1.2.2.3 Renta Fija	12
1.2 Historia de la Bolsa de Valores Francia	13
1.2.1 Estructura del Mercado de Valores Francés	13
1.2.2 Un mercado Único: Eurolist	13
1.3 Historia de la Bolsa de Valores de Alemania	14
1.4 Historia de la Bolsa de Valores de Italia	15
2 ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS EUROPEOS MEDIANTE LA INTEGRACION	16
2.1 Desarrollo Tecnológico	17
2.2 Economías de escala	17
2.3 Consolidación de las estructuras	19
2.4 Consolidación de los mercados regulados	20
2.5 Historia del EURONEXT-Estructura	21
3. ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO	23
3.1 La cadena de valor de la negociación.	23
4. MARCO NORMATIVO	26
4.1 La supervisión y regulación de las infraestructuras de mercado	28
4.2 Entidades Reguladoras.	28
4.2.1 CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores.	28
4.2.2 IOSCO.	29
4.2.3 AEVM Autoridad Europea de Valores de Mercados.	32
4.2.4 IASC.	33
5. MERCADOS FINANCIEROS	33
5.1 Tipos de Mercados.	33
5.2 Mercados Monetarios.	33
5.3 Activos Financieros	35
5.4 Mercado Interbancario	36
5.5 Mercado de deuda Pública.	37
5.6 Mercado de Capitales.	39
5.7 Mercado de Futuros.	41
5.8 Mercado de Opciones	42

6. ACTIVOS FINANCIEROS EXISTENTES	43
7. COMPARATIVO CON EL MERCADO COLOMBIANO.	48
8. CONCLUSIONES.	49
9. BIBLIOGRAFIA	51

LISTA DE FIGURAS.

	Pág.
Figura 1. El Mercado de Valores Español: Mercados Regulados.	11
Figura 2. Infraestructuras de negociación autorizadas	21
Figura 3. Estructura de funcionamiento.	24

RESUMEN

Los mercados de valores del mundo son dinámicos debido a la oferta y la demanda. La oferta son el número de acciones y títulos que salen a un gran mercado y la demanda es la que pone el inversor cuando quiere comprar. El mercado de valores es en realidad un gran supermercado automatizado donde podemos ir a comprar y vender sus existencias. Los principales actores en el mercado de valores son:

- Los emisores de valores
- Los intermediarios de valores, que son los puestos de bolsa y las sociedades administradoras que ofrecen sus fondos de inversión
- Las Bolsa de Valores
- Los inversionistas
- Las calificadoras de valores
- Las entidades de custodia
- El regulador del mercado de valores
- Los proveedores de precios

INTRODUCCIÓN

Los mercados de valores hacen parte del conjunto de consecuencias y finalidades de la naturaleza humana, refiriéndome a esa necesidad de asociación que tenemos los seres humanos al buscar un bien común o un beneficio, aunque este concepto es debatible por muchos, podría afirmar que quienes son ajenos al mundo bursátil definirían esta práctica con un concepto más terrorífico y lo inclinarían a un mar de tiburones hambrientos buscando a quien devorar, por lo tanto este medio que es indómito, e incognito para muchas personas y no despierta el interés necesario para ser explorado.

Pero la gente se preguntara. ¿Y a mí que si el mercado de valores funciona bien o mal? Y les tengo la respuesta: **“Si no fuese por los mercados de valores no habría un crecimiento sostenible y constante en ninguna economía del mundo”**.

Los Mercados de Valores de los países promueven el crecimiento económico de los mismos, debido a que son el punto de encuentro entre los inversionistas, y las empresas que necesitan financiamiento. Cuando ambos convergen a las bolsas y hacen negocio, todos ganan. Los inversionistas por un lado, reciben intereses por su inversión y las empresas consiguen el dinero que necesitan para volver realidad sus proyectos, al hacer realidad sus proyectos estos se convierten en empleo y el empleo se convierte en impuestos y consumo y estos a su vez se cambian en inversión de un país y así se crea un círculo de beneficios económicos.

Ahora entremos a hablar de Europa a donde se encamina este trabajo y de quienes tenemos mucho que aprender y no lo digo en términos tercermundistas, no!, lo expreso creyendo que esta particular cultura ha vivido innumerables experiencias que pueden ser de gran beneficio para nosotros o bien para crecer o bien para no repetir los mismos errores.

Introduzcámonos en el mundo de los mercados de valores europeos.

1. ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES EUROPEO

1.1 Así nacieron las bolsas

La aparición de la Bolsa como una institución comercial se remonta a finales del siglo XV en las muestras feriales del medioevo de la Europa Occidental. Es aquí en estas ferias donde se comienza la práctica de las transacciones de títulos y valores mobiliarios. La definición de bolsa apareció en la ciudad de Brujas, Bélgica, específicamente en la familia de banqueros Van der Bursen, en cuyo palacio se organizó un mercado de títulos valores. En el año de 1460 se estableció la Bolsa de Amberes, y fue la primera institución de comercialización bursátil en sentido moderno. Luego, se estableció la Bolsa de Londres en 1570, en 1595 la de Lyon, Francia y para el año de 1792 con el auge industrial de la época se crea la Bolsa de Nueva York, convirtiéndose en la primera que se funda en el continente americano. Y no es hasta el auge de las sociedades anónimas que estas se consolidan.

1.1.1 Historia del mercado de valores España

1.1.2 Historia y formación: La Bolsa de Inversiones de España fue creada en el año 1831, por Fernando VII, inicialmente pensada por José Bonaparte en plena Guerra de la Independencia, en 1809.

Al heredar una España cargada de deudas públicas frente a la Guerra de Independencia contra Francia, y al haber tenido que soportar el peso de los reinados de su abuelo Carlos III y su padre Carlos IV, Fernando VII decidió crear la Bolsa de Valores para darle aire a su país y abrir el juego a las inversiones extranjeras.

Su inauguración suscitó controversias entre los pobladores del país, ya que muchos consideraban a la bolsa como un juego de azar, mientras que otros veían con malos ojos la apertura de dicho mercado en Madrid, una plaza que se encontraba lejos del desarrollo del resto del territorio nacional.

Sin embargo, Fernando VII tuvo apoyo de los sectores coloniales e industriales de la nación ya que veían a la bolsa como forma de canalizar el ahorro y permitir la llegada de capitales al país.

Entre los años 1844 y 1846 se produjo el primer boom bursátil, ya que la bolsa comenzó a hacerse reconocida entre las masas y según los noticieros de la época, todo el mundo se encontraba jugando a la bolsa.

Aquí también surgieron los primeros magnates bursátiles, como Salamanca, el "Rey de la Bolsa", quien invirtió fuertemente en la industria ferroviaria y en la promoción inmobiliaria.

Características actuales

La Bolsa Hoy de Madrid es uno de los mercados más importantes del mundo, con cerca de 17.000 millones de euros en movimientos bursátiles.

Allí se encuentran cotizando las empresas más grandes y con mayor liquidez del mundo, entre las cuales puede nombrarse Telefónica, Iberia, BBVA, Ford, Fiat, IBM, Apple, entre muchas otras.

Lo que distingue a la Bolsa de España del resto de sus hermanos mercados es su alta tasa de tecnologización.

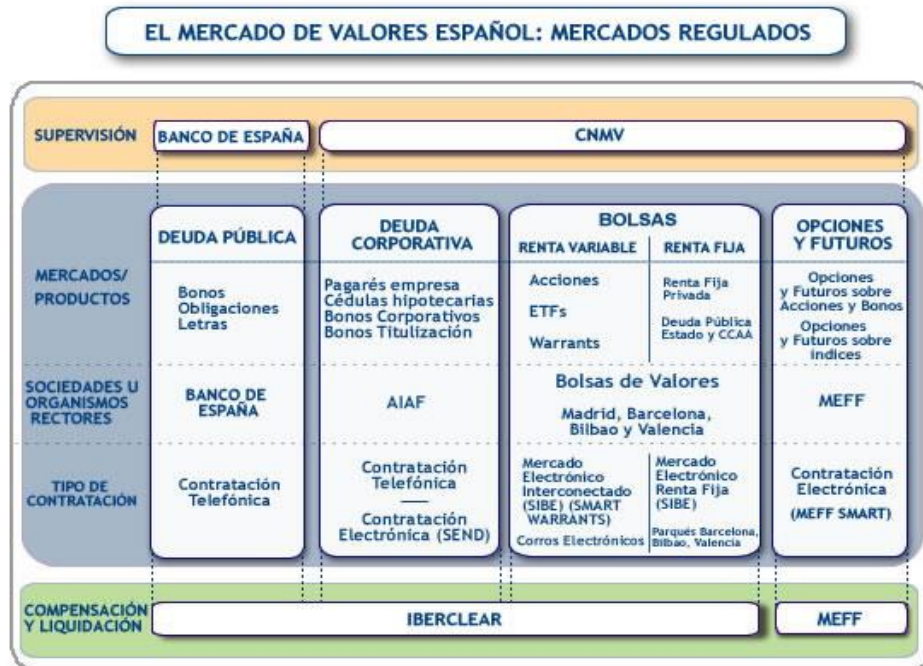
Existen muchos portales que proponen la cotización del IBEX o los símbolos con los que el inversor cuente, minuto a minuto y en tiempo real, mientras que pueden accederse a las cotizaciones de oro, divisas y commodities.

A su vez, la Bolsa de Valores es un importante centro de formación, ya que en ella se dictan cursos, seminarios y talleres para los que deseen sumergirse en el apasionante mundo de la bolsa y obtener buenas rentabilidades con ella.

1.1.2.2 Estructura del Mercado de Valores Español. El Mercado de Valores Español ha experimentado en los últimos 20 años un acelerado y profundo proceso de cambio y crecimiento. Los sistemas técnicos, operativos y de organización en los que se sustenta hoy el mercado han permitido encaminar importantes volúmenes de inversión y dotar a los mercados de una mayor transparencia, liquidez y eficacia.

Como resultado de la aplicación de la Directiva comunitaria de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), se han generado importantes cambios en la estructura y funcionamiento de los mercados de valores europeos. El nuevo entorno de negociación se identifica por la apertura a una mayor competencia, entorno en el que los Mercados Regulados conviven con otras figuras de nueva creación, entre las que destacan los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN). La MiFID, no obstante, reconoce el mercado regulado como el mercado por excelencia, el de referencia, y establece la necesidad de estrictos requisitos para autorizar tanto los mercados regulados como sus operadores e intermediarios. En el caso del mercado de valores español, la transposición de la directiva comunitaria a la legislación nacional se ha concretado en la publicación de la ley 47/2007, por la que se modifica la ley 24/1988 del Mercado de Valores.

Figura 1.



Los mercados regulados españoles reciben el nombre de mercados secundarios oficiales. A tales efectos, actualmente se consideran mercados secundarios oficiales de valores los siguientes: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Mercado de Futuros y Opciones MEFF, y el Mercado de Renta Fija AIAF.

Además de los mercados regulados, en el mercado español operan Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) que negocian tanto acciones admitidas en mercados regulados (Bolsas) como valores de Deuda Pública Anotada.

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

Bolsas y Mercados Españoles (BME) es la sociedad que gestiona los principales mercados secundarios oficiales (mercados regulados) en España, así como otros sistemas multilaterales de negociación. BME integra, entre otras compañías, las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el mercado de Opciones y Futuros MEFF, el mercado de Renta Fija AIAF, y los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores de renta variable y renta fija (IBERCLEAR).

1.1.2.2.1 Renta variable: El mercado regulado de Renta Variable español opera fundamentalmente sobre la plataforma electrónica de negociación SIBE, totalmente desarrollada por BME, y que garantiza la interconexión de las cuatro Bolsas españolas.

El mercado se basa en un modelo dirigido por órdenes, un único libro electrónico y un sistema de casamiento que opera sobre la base de prioridad precio-tiempo. La negociación en parqué a viva voz continúa para un grupo reducido de los valores con menor liquidez. Además de acciones, a través de sistemas electrónicos se negocian también warrants, certificados y fondos cotizados (ETFs). En algunos de sus segmentos el mercado cuenta con especialistas que proveen liquidez.

Dentro de la renta variable merece una especial referencia el mercado Latibex, un sistema multilateral de negociación creado en 1999, y que constituye el único mercado internacional sólo para valores latinoamericanos.

1.1.2.2.2 Futuros y opciones: En el mercado de opciones y futuros MEFF se negocian futuros y opciones cuyos subyacentes están referenciados a acciones individuales, al índice IBEX35® y a diferentes índices bursátiles europeos. Los inversores tienen en los derivados de MEFF unas eficaces herramientas para la gestión del riesgo y para la construcción y cobertura de carteras adaptables a cada perfil.

1.1.2.2.3 Renta Fija: El mercado de Renta Fija y Deuda Corporativa AIAF es una sólida fuente de financiación del sector privado y de organismos públicos autonómicos y locales en España. En este mercado se admiten a cotización y se negocian toda una amplia gama de activos y productos adaptados a las necesidades de los emisores e inversores de Deuda Corporativa, con todas las posibilidades en cuanto a plazos y atendiendo a sus estrategias de captación de recursos, en caso de los emisores, y de gestión de su patrimonio, en caso de los inversores.

A través del sistema electrónico SIBE también se negocia renta fija del sector privado y de organismos públicos admitida a negociación en las cuatro Bolsas españolas. BME gestiona además un sistema multilateral de negociación de

Deuda Anotada que funciona a través de una plataforma electrónica de negociación.

1.2 Historia de la Bolsa de Valores Francia.

La Bolsa de París (en francés: Bourse de Paris), rebautizada como Euronext Paris en el año 2000, es el principal mercado de valores de Francia, fue creada en 1724. Históricamente, las actividades de intercambio de valores han estado situadas en diversos puntos de la geografía parisina como la rue Quincampoix, la rue Vivienne (cerca del Palacio Real), o la parte trasera de la Ópera Garnier. A principios del siglo XIX, las actividades de la bolsa de París fueron establecidas en el Palacio Brongniart, o Palacio de la Bolsa (Edificio construido por el arquitecto Alexandre-Théodore Brongniart).

Desde la segunda mitad del siglo XIX, la Bolsa de París está operada por la Compagnie des agents de change, dirigida por los miembros que elige el consejo sindical de agentes de bolsa. El número de participantes en los procesos de formación de precios y tipos de cambio en las diferentes áreas de la bolsa era limitado. En el caso de los corredores de bolsa (agents de change) eran alrededor de 60. El agent de change debía ser un ciudadano francés, ser nominado por los corredores de su estado, ser aprobado por el Ministro de Finanzas y era nombrado por el Presidente de la República. Oficialmente, los agentes de bolsa no podían contratar acciones por sí mismos, eran estrictamente intermediarios.

1.2.1 Estructura del mercado francés: Las autoridades de mercados dividieron en compartimentos mucho tiempo los valores que seguían varios mercados: el Primer Mercado, El segundo Mercado, El nuevo Mercado. Las acciones de las diferentes sociedades son clasificadas según su tamaño y su volumen de actividad.

Cambios mayores intervinieron sin embargo al principio del año 2005, con una nueva organización, mucho más clara para el inversor.

1.2.2 Un mercado Único Eurolist: Ahora, todas las empresas, independientemente de su tamaño, son parte de un mismo mercado: Eurolist.

Esta lista única reúne el conjunto de los valores numerados a la Bolsa de París. Estas últimas, sean multinacionales o empresas familiares gozan de un marco regulatorio homogéneo: las mismas obligaciones de publicación de los resultados o de la introducción sobre el mercado particularmente.

Sin embargo, para distinguir las diferentes empresas dentro de la Eurolist, Euronext ha establecido un criterio de identificación de acuerdo con la capitalización de las empresas. La capitalización es el "tamaño de mercado" de una corporación.

Así, encontramos tres grupos: A, B y C.

- Los blue chips (valores superiores a 1 mil millones de euros) pertenecen a Eurolist A.
- Los valores medios (entre 1 mil millones y 150 millones de euros) pertenecen a Eurolist B.
- Los pequeños valores (capitalización inferior a 150 millones de euros) pertenecen a Eurolist C.

Tenga en cuenta que esta lista sólo contiene valores franceses. Encontramos en la mayor parte de Eurolist, dos subgrupos: uno para las empresas de la zona euro y el otro para las empresas internacionales (fuera de la zona euro) y se enumeran en París.

1.2.3 El Mercado Libre un caso aparte.

A lado de este gran mercado reglamentado, cohabita un mercado no reglamentado, el Mercado libre. Este mercado que no ha sido tocado por la reforma de 2005 pretende reagrupar todos los valores en el seno del mismo mercado es un caso un poco aparte.

Las sociedades que entran en este mercado son a menudo sociedades muy pequeñas. Esto les permite aclimatarse a la Bolsa sin demasiadas limitaciones. Hay que saber que este compartimento que no goza de las mismas condiciones de transparencia que Eurolist sufre de una desconfianza de los inversores. En efecto las empresas del mercado libre no son obligadas a publicar, por ejemplo, cuentas trimestrales o semestrales, sólo se exige una publicación anual.

1.3 Historia de la Bolsa de Valores Alemania.

Las primeras bolsas alemanas se desarrollaron en el siglo XVI con su origen en los mercados comerciales igual que ocurrió en los Países Bajos, en Italia, en Francia y en Inglaterra. En esta época, Nuremberg y Augsburgo eran los centros comerciales más importantes de Alemania. Entre estas dos ciudades, Nuremberg fue la que más se distinguió, por razón de su situación como encrucijada, constituyendo el principal mercado para los productos holandeses. En los siglos XV y XVI, aprovechando la actividad de las poderosas casas comerciales de las familias Fugger y Welse, Augsburgo adquirió gran importancia tanto económica como política, llegando a ser junto con Nuremberg los dos más importantes núcleos comerciales de Alemania, en el sur y en el norte respectivamente.

Las bolsas aparecieron en estas dos ciudades a partir de la primera mitad del siglo XVI. A continuación se fundaron las bolsas de Francfort, Hamburgo y Colonia; al principio del siglo XVIII, las de Königsberg, Lubeck y Leipzig; y a comienzos del XVIII, la de Berlín. Como en otros lugares de Europa, al principio se traficaba con

las letras de cambio y fue más adelante cuando las transacciones se empezaron a realizar sobre títulos de empréstito negociables 1, u en particular sobre los del estado.

Las bolsas alemanas y entre ellas las de Berlín y de Francfurt adquirieron su notoriedad en los albores del siglo XIX con ocasión de las numerosas emisiones de la Deuda del Estado.

Aproximadamente hasta 1886, las bolsas de Berlín y de Francfurt tuvieron la misma importancia, pero cuando en 1871 Berlín llegó a ser la capital del imperio alemán y el sistema bancario tomó auge, su bolsa ocupó el primer lugar entre las bolsas de valores alemanes. Si bien se llegaron a contar hasta 21 bolsas en Alemania, en 1935 solo quedaron 9 de estas: Berlín, Breslau, Leipzig, Munich, Stuttgart, Francfurt, Dusseldorf, Hannover y Hamburgo. Cada gran región económica organizada, no poseía más que una sola bolsa.

1.4 Historia de la Bolsa de Valores Italia.

La historia de la bolsa de valores de Milán es relativamente más breve que las de análogas instituciones de varios de los grandes centros financieros europeos. Si bien su fundación se remonta a los primeros años del siglo XIX, ella no se inserta hasta mucho más tarde como fuerza viva en el contexto económico financiero de la región y del país, mientras que las bolsas de Londres, de Nueva York y de París, así como otras varias se habían convertido desde hacía tiempo en los ejes esenciales de la economía de sus respectivos países.

En la península italiana es precisamente donde se puede encontrar las raíces históricas más lejanas de la institución de las bolsas de valores. La intensa actividad de comercio y de crédito que tuvo como protagonistas a las grandes casas de comerciantes y banqueros de los siglos XIV, XV y XVI, engendró las primeras organizaciones estables destinadas a facilitar y promover los intercambios. En los primeros años del siglo XVII, momento en que se inicia la historia de las bolsas de valores modernas, las circunstancias favorables que habían permitido a Italia superar la crisis debida a la apertura de las rutas comerciales atlánticas cesaron.

Conviene resaltar que la bolsa de valores milanesa se representaba con caracteres institucionales relativamente poco originales. Su estructura era y lo es todavía fuertemente influenciada por la tradición estadística francesa, es decir, por el modelo de la "Bolsa del Rey" fundada en 1724. Difiera por consiguiente de las bolsas formadas por libres asociaciones de negociantes tales como los "Exchanges" que trabajaban en Londres y la bolsa de la calle Quincampoix que precedió a la citada "Bolsa del Rey" de París. No obstante, la que operaba en Milán se diferenciaba asimismo de su modelo en ciertos aspectos: en primer lugar, los agentes de cambio no disfrutaban de la posición de monopolio reconocida a sus colegas franceses y el derecho mismo de admisión a la bolsa. En segundo

lugar la bolsa no era autónoma, sino que se hallaba vinculada a la Cámara de Comercio.

Puede ser que esta singularidad, llamada a ser una característica permanente de todas las bolsas italianas, que en esos se asemejan a las alemanas, fue movida en su origen por el estado de atraso en que se encontraba la economía italiana y por la necesidad de confiar la organización de la bolsa de valores a un Instituto ya consolidado como la Cámara de Comercio. A partir de los primeros años del siglo XX la Bolsa de Milán comenzó a negociar ampliamente los títulos de empresas cuya actividad económica gravitaba alrededor de otras plazas bursátiles. Esta bolsa fue de este modo elevándose poco a poco hasta el nivel de un gran mercado centralizador de transacciones mobiliarias a escala nacional, precisamente en virtud de la progresiva extensión de su lista de cotización a títulos negociados en un principio en otras bolsas y emitidos por empresas que trabajaban de una manera local en el medio económico de esta.

Los decretos del virrey de fechas 16 de enero y 6 de febrero de 1808, instituyeron en efecto con carácter oficial la Bolsa de Comercio de Milán. No obstante los enormes progresos observados en la organización y el funcionamiento de las bolsas, el conjunto de las normas fundamentales que constituyen la reglamentación jurídica no han sufrido desde entonces cambios sustanciales, por lo que la mayoría de normas relativas a la bolsa italiana son ahora las mismas que en 1913.

2. ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS EUROPEOS MEDIANTE LA INTEGRACION.

Desde la creación de las primeras bolsas de valores en el siglo XIV hasta finales del siglo XX, los mercados bursátiles desarrollaron su actividad en un entorno local caracterizado por la ausencia de competidores y servicios sustitutivos y en régimen de monopolio garantizado en muchos casos por sus normativas nacionales.

Los avances en las comunicaciones, la incorporación de sistemas electrónicos de negociación, las modificaciones y armonizaciones normativas internacionales, y los cambios en la estructura de propiedad de las bolsas, han facilitado la competencia entre los mercados, la ampliación de su ámbito de actuación y los procesos de consolidación, como estrategia para hacer frente al nuevo entorno competitivo global.

En este contexto, pueden distinguirse dos tipos de consolidación de infraestructuras:

- **Consolidación horizontal**, en la que se produce la fusión de instituciones o sistemas que proveen los mismos servicios de negociación o post-contratación en diferentes mercados y/o jurisdicciones.

• **Consolidación vertical**, que da origen a los denominados “silos”, que integran todos los procesos de la cadena de valor de la negociación (negociación y post-contratación). Como ejemplos de silos europeos pueden destacarse Deutsche Börse Group y Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Entre los motivos por los cuales los mercados inician acuerdos estratégicos o fusiones se encuentran: i) incrementar el poder de mercado o defenderse de la competencia en el sector mediante la adquisición/fusión con los principales rivales, ii) incrementar la gama de productos ofrecidos, iii) acceder a mercados foráneos, iv) diversificar ingresos y áreas de negocio y v) acceder a sistemas de negociación con tecnología superior.

A continuación se exponen los principales factores que favorecen los procesos de consolidación de las infraestructuras de mercado. Pueden distinguirse los factores endógenos (la estructura de la industria) y los exógenos (como el marco normativo) que configuran y condicionan el entorno competitivo de actuación de las plataformas. En muchas ocasiones, un incremento de la competencia, facilitado por los avances tecnológicos y la regulación, viene acompañado de un aumento de las fusiones como estrategia defensiva de respuesta.

2.1 Desarrollo tecnológico. Los avances en las comunicaciones y en los sistemas de información han ampliado el ámbito de actuación y el entorno competitivo de los mercados de valores, facilitando y favoreciendo los procesos de concentración¹¹.

Así, los sistemas electrónicos de negociación han rebajado los costes de entrada, a la vez que han permitido deslocalizar físicamente los mercados de valores. Por otro lado, la tecnología ha facilitado la entrada de nuevos competidores pero también el acceso a nuevos mercados y las alianzas transfronterizas entre mercados regulados.

En los últimos años la tecnología también ha modificado las condiciones de la demanda, favoreciendo la aparición de un nuevo grupo de inversores que hacen un uso intensivo de la tecnología orientada a la negociación. Una nueva operativa denominada negociación de alta frecuencia (high frequency trading¹²), exige a las bolsas contar con sistemas de negociación que permitan canalizar las órdenes de compra-venta con extrema rapidez, reduciendo el tiempo desde que se transmite una orden al mercado hasta que su sistema de negociación la confirma (latency).

La continua inversión en la mejora de los sistemas de negociación justifica la necesidad de buscar alianzas o fusiones con otros mercados¹³ para permitir el uso compartido de las plataformas de contratación y así conseguir la masa crítica de operaciones necesaria para garantizar su supervivencia y rentabilidad.

Por lo que respecta a las operaciones de post-contratación, las posibles diferencias en los estándares técnicos y normativos harían más compleja la utilización de plataformas integradas.

2.2 Economías de escala y alcance y externalidades de red. Tanto los mercados regulados como las infraestructuras de post-contratación son industrias caracterizadas por elevados costes fijos en sistemas de información y comunicaciones y unos costes marginales normalmente decrecientes. Estas características han sido subrayadas por Malkamäki (1999), quien destaca la importancia de las economías de escala en los mercados de valores.

Posteriormente, Malkamäki, Schmiedel y Tarkka (2002) analizaron las actividades de liquidación y registro, en las que también encontraron evidencia de significativas economías de escala.

La existencia de economías de escala condiciona la búsqueda de una masa crítica de operaciones mediante el acceso a un mayor número de inversores. Este acceso puede lograrse facilitando la negociación remota y mediante operaciones empresariales en forma de alianzas y concentraciones, siempre que no existan restricciones normativas y/o técnicas que lo impidan.

Además, los usuarios de las infraestructuras de mercado se beneficiarían de economías de alcance cuando pudiesen acceder a varios servicios (negociación y post-contratación) y productos (contado, derivados) a través de una única plataforma. Esto hace que la mayoría de inversores, y muy especialmente los institucionales, prefieran los mercados que ofrecen una amplia gama de servicios y productos (one stop shop) que permitan alcanzar los ahorros de contratar y liquidar en un único ámbito operativo y regulatorio. Los mercados que ofrecen esta variedad de servicios y productos suelen ser fruto de un proceso de consolidación.

Diversos autores han destacado la existencia de externalidades de red en las actividades de negociación y post-contratación de valores. En una red, la incorporación de un nuevo usuario incrementa el valor de la red para todos los participantes. Economides (1993) identifica dos externalidades en los mercados financieros, centrados en las infraestructuras de negociación:

- La primera proviene de la liquidez del mercado¹⁴ que mejora con el tamaño y se autoreforza, es decir, cuanto más líquido es un mercado, mayor atractivo presenta para sus participantes, lo que atrae a nuevos participantes, incrementando así el grado de liquidez. Un ejemplo práctico puede encontrarse en los mercados europeos de derivados sobre bono nocial a finales de los noventa. Con la perspectiva de una moneda y política monetaria común, los diferenciales de la deuda soberana de cada país se redujeron hasta casi desaparecer, con lo que los futuros sobre bono nocial perdieron su diferenciación nacional. En este contexto, Eurex comenzó a atraer cada vez mayor liquidez, lo que unido a su atractivo sistema electrónico de negociación le permitió atraer y concentrar en su mercado la contratación que hasta entonces se efectuaba en los diferentes mercados nacionales.

- La segunda externalidad se refiere al proceso de formación de precios en el mercado, cuya representatividad aumenta con el tamaño y número de operaciones negociadas. En este sentido, existe consenso en que el proceso de formación de precios sigue llevándose a cabo en los mercados regulados y el resto de infraestructuras los utilizan como referencia. Estas plataformas alternativas utilizan en la actualidad los precios de los mercados regulados como referencia en sus operaciones. Por ejemplo, Pirrong (2007) mantiene que los precios de los mercados regulados contienen mayor información que los de las plataformas alternativas.

Las economías de escala y alcance, junto a las externalidades de red, suponen un incentivo a la búsqueda de una mayor dimensión de los mercados de valores. De hecho, varios autores defienden que la solución óptima conlleva un único proveedor de servicios, como sucede con frecuencia en las infraestructuras ferroviarias, de aeropuertos y telecomunicaciones.

En las actividades de contrapartida central, Duffie y Zhu (2009) defienden una única CCP para cada tipo de instrumento derivado. Desde el punto de vista de los usuarios, mantener posiciones en múltiples CCP no les permite obtener los beneficios derivados de la disminución de exigencia de garantías por la compensación de posiciones con riesgo contrario. Frente a los beneficios de una única entidad de contrapartida, debe confrontarse el riesgo sistémico de concentrar en una CCP todas las posiciones y riesgos del mercado. Anteriormente, Pirrong (2007) había destacado la tendencia de las infraestructuras de negociación y post-contratación a integrarse verticalmente. Las razones que apunta este autor son la obtención de una mayor eficiencia en los costes de transacción y una disminución de duplicidades en las exigencias de garantías.

Un informe elaborado en el año 2004 por la consultora Oxera señala que la industria de la liquidación de acciones presenta las características propias de los monopolios naturales, es decir, la presencia de economías de escala y red, las externalidades de red a las que hay que sumar los elevados costes de cambio de infraestructuras (switching cost) y las ineficiencias y riesgos de la duplicación de proveedores.

2.3 Consolidación de las estructuras. Los procesos de consolidación de las infraestructuras de los mercados se han materializado a diferente ritmo en Europa y Estados Unidos. Uno de los motivos fundamentales estriba en la unidad normativa, fiscal, monetaria, cultural y lingüística presente en Estados Unidos, que contrasta con la diversidad europea. Ésta puede ser una de las razones por las cuales un avance tecnológico muy significativo, la introducción del teléfono, tuvo una repercusión en la consolidación e integración de los mercados muy importante en EE.UU. y casi nula en Europa, por la ausencia de competencia entre mercados.

Así, la consolidación de las infraestructuras de negociación en Europa ha tenido como factores determinantes la introducción del euro y las diferentes iniciativas comunitarias de armonización normativa y fomento de la competencia emprendidas en la UE, que han actuado como catalizadores de los avances tecnológicos. A pesar del retraso en los procesos de consolidación de los mercados europeos, una vez culminadas las concentraciones dentro de cada Estado, la siguiente etapa, la de fusiones y alianzas internacionales, se acometió de manera casi inmediata y antes que en los EE.UU. El siguiente cuadro resume la cronología de los procesos de consolidación en Estados Unidos y Europa.

2.4 Consolidación de los mercados regulados. Pese a que los mercados de valores europeos han sido especialmente innovadores en la incorporación de los sistemas electrónicos de contratación, la falta de un marco normativo armonizado y una moneda única han retrasado los procesos de consolidación entre mercados de diferentes países hasta finales del siglo XX. Es decir, los avances tecnológicos que reducen los costes de entrada y permiten las interconexiones entre bolsas no se vieron acompañados de un entorno regulador favorable a la competencia e integración de los mercados hasta inicio del siglo XXI.

Así, a finales de 1990, la mayoría de los países europeos comenzó un proceso de consolidación nacional de sus infraestructuras de negociación y post-contratación. Los diferentes mercados de cada país se integraron en holdings que en algunos casos, como Alemania, España e Italia, dieron lugar a los denominados “silos verticales”, que integran todos los procesos de negociación y post-contratación y, como en el caso de BME y Deutsche Börse, de los mercados de contado y derivados. Con estos procesos, podría decirse que se buscaban “campeones nacionales” capaces de competir en un entorno de dimensión europea que la entrada del euro anticipaba.

Casi sin solución de continuidad comenzó la segunda etapa, que da lugar a consolidaciones entre mercados de diferentes Estados de la UE. Como resultado de este proceso se han formado cuatro grandes grupos transnacionales que integran a la mayoría de países europeos y suponen tres cuartas parte del volumen negociado en el continente.

- Euronext. En el año 2000 las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París se fusionaron para crear Euronext. En 2002 las bolsas de Lisboa y Oporto se unieron a Euronext y el grupo adquirió el mercado de derivados londinense LIFFE22. En 2007 Euronext se fusiona con el grupo NYSE para formar NYSE-Euronext, el primer grupo mundial con operaciones en dos continentes. NYSE-Euronext cuenta en estos momentos con seis mercados de contado y ocho de derivados en los siete países en los que opera.

En Euronext cada mercado integrante del grupo mantiene su licencia individual y la supervisión por parte de la entidad correspondiente según su país de origen.

Esta segmentación de la supervisión del grupo en sus respectivas jurisdicciones de origen se mantuvo tras la fusión con NYSE. Con el fin de coordinar la supervisión del grupo, los diferentes organismos europeos encargados de la supervisión de los mercados integrados en Euronext han firmado dos acuerdos de entendimiento (MOU23).

Sí se han integrado en Euronext primero, desde 2004, y en el grupo NYSE-Euronext desde 2009 las plataformas de contratación de contado y derivados. Euronext contaba desde 2004 con una plataforma de contratación unificada, la Nouveau Système de Cotation, y un único libro de órdenes para todas las acciones admitidas a negociación. En 2009 se completó la migración a la Universal Trading Platform, que ya incluye todos los mercados del grupo NYSE-Euronext, lográndose así uno de los objetivos de las fusiones entre mercados: la explotación de las economías de escala y alcance y las externalidades de red que permitirán seguir con la creciente inversión en la mejora de los sistemas de negociación.

La compensación y liquidación no están actualmente integradas verticalmente en el grupo Euronext, ya que el grupo ha ido desinvirtiendo su participación minoritaria en las infraestructuras de post-contratación LCH.Clearnet y Euroclear. En una primera fase, las cámaras de contrapartida central de Bélgica, Francia y Holanda se fusionaron dando lugar a Clearnet, S.A., que desde 2001 pasó a ser la infraestructura de liquidación de los mercados operados por Euronext. En 2003 Clearnet se fusionó con la London Clearing House para formar LCH.Clearnet (participada en un 5% por Euronext). En cuanto al registro central, sigue siendo mantenido por los depositarios centrales de cada país pertenecientes al grupo Euroclear (donde Euronext cuenta con un 5%) e Interbolsa para Portugal.

• London Stock Exchange (LSE)-Borsa Italiana. La LSE es la segunda mayor bolsa de valores de Europa por volumen negociado y ha sido objeto de varias ofertas fallidas de compra por parte de OMX de Suecia (2000), Deutsche Börse (2004), Macquarie Bank (2005) y NASDAQ que llegó a poseer en el año 2006 cerca del 30% de su capital. En 2007, NASDAQ, tras ver rechazada su oferta de compra por los accionistas de la LSE, vendió su participación a la Dubai Borse.

Figura 2.

Infraestructuras de negociación autorizadas

	Europa
Mercados regulados (contado y derivados) 1	93
Sistemas Multilaterales de Negociación 2	123
Internalizadores sistemáticos	13
Depositarios Centrales de Valores	27
Cámaras de Contrapartida Central 3	19

1 España: AIAF, las cuatro bolsas, CADE, MFAO, MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable.
2 España: Mercado Alternativo Bursátil, MTS, Latibex, Senaf.
3 España: se incluye MEFFClear.4 Informe de la SEC *Concept release on equity markets*.

2.5 Historia del EURONEXT – Estructura. Euronext N.V. es una bolsa de valores paneuropea con sede en Ámsterdam. Se constituyó el 22 de septiembre de 2000 como un grupo de bolsas de valores europeo derivado de la fusión de la Bourse de Paris, Bolsa de Ámsterdam y Bolsa de Bruselas a las que posteriormente se unieron otras bolsas europeas. Tiene representación en Bélgica, Francia, Holanda, Portugal y Reino Unido.

Euronext en el año 2002 creció con la entrada de BVLP (Bolsa de Valores de Lisboa y Oporto) y la LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange, en inglés, Mercado Internacional de Futuros y Opciones de Londres).

El mercado Euronext, es el primer mercado integrado europeo de negociación de acciones, bonos y derivados.

Euronext Paris SA, sucediendo a la Cámara Sindical corredores de bolsa, fue creado en 1988 bajo el nombre de Sociedad de la lengua francesa beca SA (SBF) y se fusionó el 27 de mayo 1999 con tres de sus subsidiarias (la Compañía nuevo mercado SA Matif SA y MONEP SA), tomando el nuevo nombre de "ParisBourseSBF SA". El 27 de mayo de 1999 SBF trajo a su actividad "tecnología de la información" de su filial SBF Technologies SA y su actividad de intercambio de información a la Central de Compensación Bank NV ahora conocido bajo el nombre comercial "Clearnet". El 27 de mayo del año 2000, SBT Technologies SA trajo a su actividad "tecnología de la información"-Atos Euronext SA (posteriormente se convirtió en Atos Euronext Market Solutions), también propiedad de Atos Origin SA El 26 de noviembre de 2003, SBF Technologies SA se disolvió por la transferencia de activos a su único accionista Euronext Paris SA En diciembre de 2007, los accionistas de Atos Euronext Market Solutions decidieron dar por terminado el negocio conjunto, cada uno toma su parte sobre los activos relativos de sus actividades.

Euronext Amsterdam NV origina la sociedad Amsterdam Intercambios NV (AEX), que fue creado el 31 de diciembre de 1996 en virtud de la fusión, por una parte, la Asociación de Ámsterdam Stock y la Asociación Europea intercambio de opciones y en segundo lugar, Necigef BV y BV Niec, la solución de las entidades y la conservación holandés. El 1 de febrero de 2001, Euronext Amsterdam ha transferido la totalidad de su compensación Clearnet (central Clearing Bank SA).

Euronext Brussels SA / NV fue fundada en julio de 1999 bajo el nombre de la empresa Bolsa de Bruselas SA (Effectenbeursvennootschap van Brussel NV) y bajo el nombre comercial de "intercambios de Bruselas" (BXS) tras la fusión de SBVMB SC / EBVB CV (que opera el mercado de valores belga) de BelFox (que opera en el mercado belga y derivados de centro de intercambio de estos productos) y la CIK (el asentamiento entidad belga y la conservación instrumentos financieros).

En 1999, SBF, BXS y AEX unieron otros cinco mercados europeos para crear una alianza de las bolsas europeas para crear una plataforma con el comercio europeo, sin embargo, la desventaja de la falta de integración de los sistemas de compensación liquidación y entrega. Los consejos de administración de empresas SBF, BXS y AEX decidieron que una relación contractual más formal que la alianza europea, pues, necesario entre las tres empresas. El 22 de septiembre de 2000, los accionistas de SBF y BXS trajeron sus acciones en Euronext NV, una sociedad de responsabilidad limitada (naamloze) bajo la ley holandesa establecida el 20 de julio de 2000. BXS y SBF fueron llamados respectivamente Euronext París y Euronext Bruselas. Al mismo tiempo, en una asamblea general extraordinaria que se celebrará el 21 de septiembre de 2000, los accionistas de AEX decidieron hacer una fusión a tres bandas entre (1) AEX (2) Euronext Amsterdam NV, una empresa recién formada propiedad de Euronext NV para reanudar todas las actividades AEX y (3) Euronext NV Durante la fusión, AEX fue absorbida por Euronext Amsterdam NV Sin embargo, después de la fusión, todos los accionistas AEX convirtió por efecto de la accionistas de Abogados de Euronext NV (no accionistas de Euronext Amsterdam NV).

Después de las operaciones de aportación y de fusión, Euronext NV era propiedad al 60% de los antiguos accionistas de SBF, un 32% de los antiguos accionistas de AEX y los ex titulares de certificados de participación emitidos AEX y hasta un 8% en los antiguos accionistas de BXS. Acciones de Euronext NV se comercializaban en Francia (OPI) en el Premier Marché (ahora Euronext) 05 de julio 2001 a los 24 euros por acción, siendo por último, tras la fusión con NYSE Group Inc. ser retirada en 2008 después de una oferta pública con pago en efectivo y alternativamente compra iniciada en 2007 a un precio de € 95.07.

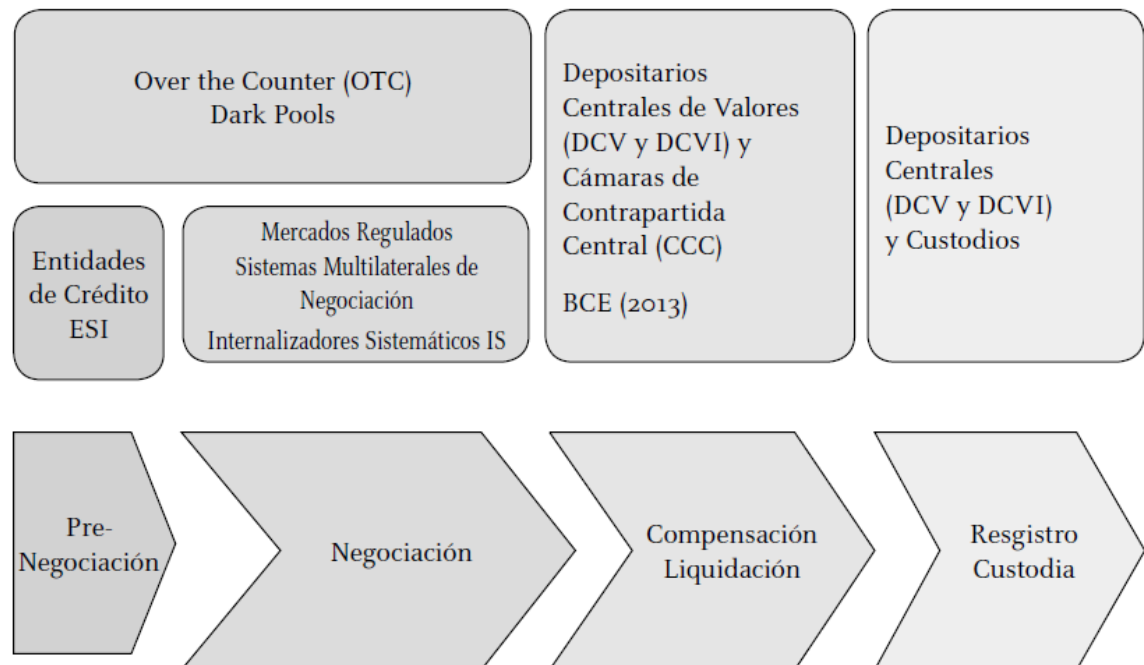
En el año 2002 , Euronext NV adquirió por un total de 138.100.000 €, La Bolsa de Valores de Lisboa y Porto SA (BVLP) se convierten en Euronext Lisbon SA, el resultado cambiario portugués de fusión concluyó en febrero de 2001 entre la Bolsa de Lisboa (Lisbon Asociación Stock Exchange, ABVL) y la bolsa de derivados en Porto (Porto ABDP Derivatives Exchange Association), a través de la transferencia de acciones de Euronext NV resultantes BVLP 06 de febrero 2002 una ampliación de capital de esta última (4% del capital social totalmente diluido) con un pago en efectivo a los nuevos accionistas por un importe total de € 35 millones y adquirió en marzo del mismo año, a través de su filial Euronext (UK) Plc, tras ganar un 8,2% de las acciones en el año 2001, la totalidad del capital

social por un importe de 926 millones de euros, LIFFE (Holdings) operador Plc que incluye la Bolsa de Futuros Financieros Internacional de Londres (LIFFE) .

3. ESQUEMA DE FUNCIONAMIENTO

3.1 La cadena de valor de la negociación. La conclusión de una orden de compraventa de acciones en un mercado secundario supone la realización de una serie de actividades que constituyen la cadena de valor de la negociación. La cadena comienza con la decisión de realizar una compra-venta (pre-negociación) y concluye con la liquidación y registro de la operación. Cada una de las actividades es realizada por las denominadas “infraestructuras de mercado”. El siguiente esquema resume las etapas de la negociación y las entidades que gestionan las infraestructuras de mercado que las facilitan.

Figura 3.



En función de la etapa en la que se desarrollan las actividades, pueden distinguirse dos grandes tipos de infraestructuras de mercado: las infraestructuras de negociación y las de post-contratación (compensación, liquidación y registro-custodia).

- Infraestructuras de negociación: En las que confluyen oferta y demanda y se determinan los precios y cantidades de cada transacción. Están constituidos por

mercados regulados¹ (bolsas de valores), sistemas multilaterales de negociación (SMN operados por empresas de inversión o mercados regulados) e internalizadores sistemáticos (empresas de inversión). También es posible comprar y vender acciones en mercados over the counter (OTC) o en los dark pools⁴, si bien estas alternativas suelen estar limitadas a los inversores institucionales.

- Infraestructuras de post-contratación que ofrecen servicios en cada una de las etapas siguientes a la negociación en mercado:

- Compensación. Es el proceso que tiene lugar entre la negociación y la liquidación, en el que se calculan las obligaciones de efectivo a pagar por parte del comprador de acciones y los valores a entregar por parte del vendedor. Los servicios de compensación son ofrecidos por entidades habilitadas específicamente (clearing houses), los depositarios centrales de valores (DCV⁵), los depositarios centrales de valores internacionales (DCVI⁶) y las cámaras de contrapartida central (CCP⁷).

- Liquidación. Es la fase de intercambio del efectivo y los valores. Requiere la intervención de un banco liquidador, generalmente un banco central, para liquidar el efectivo, y de los depositarios centrales de valores y custodios para la transferencia de valores. A partir de 2013 está previsto que el Banco Central Europeo ofrezca la posibilidad de realizar también la liquidación de la parte de valores (proyecto “Target 2 Securities”).

- Registro-custodia. Es la fase final en la que se anotan en las correspondientes cuentas las compras y ventas de valores una vez liquidadas. El registro lo realizan los DCV y los custodios en nombre de sus miembros participantes sin acceso directo al registro. Entre las funciones de los custodios se encuentran el mantenimiento de las cuentas de valores, que incluye la acreditación de titularidades (notary functions) y el suministro de información para facilitar la gestión de derechos económicos (dividendos) y políticos (voto).

En muchas jurisdicciones, incluida la española, pueden autorizarse varias entidades liquidadoras, pero en la práctica la mayoría de las jurisdicciones sólo autorizan una única entidad para realizar las funciones de registro central.

Las actividades de compensación, liquidación y registro son consideradas por los supervisores y bancos centrales como esenciales para el funcionamiento de los mercados financieros, ya que un problema en su funcionamiento podría amenazar la estabilidad financiera.

En España, los tres procesos de post-contratación (compensación, liquidación y registro) son realizados por una misma entidad, IBERCLEAR. Ésta actúa como depositario central de los valores admitidos a negociación en las bolsas de valores, en el mercado de deuda pública en anotaciones, en AIAF mercado de renta fija, y en Latibex. MEFF (derivados financieros) y MFAO (futuros sobre aceite

de oliva) son las cámaras de compensación, liquidación y contrapartida central de los mercados de derivados. Además, MEFF gestiona MEFFClear, que opera una CCP para operaciones en valores de renta fija.

En Europa, al contrario de lo que sugieren el elevado número de mercados regulados registrados, el grado de concentración es significativo, ya que los mercados operados por cinco grandes grupos suponen el 90% de la contratación europea de acciones. Como muestra, en España siete de los nueve mercados regulados pertenecen a Bolsas y Mercados Españoles (BME).

4. MARCO NORMATIVO

Los mercados de EE.UU. funcionan bajo una única moneda y jurisdicción nacional. Sin embargo, y al contrario de lo que sucede en Europa, la regulación y supervisión está fragmentada entre los mercados de contado y derivados: la Securities and Exchange Commission (SEC) regula y supervisa los mercados de contado y la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) hace lo propio con los mercados de derivados. Una de las posibles implicaciones de esta fragmentación supervisora es la ausencia de concentraciones entre los mercados de derivados y de contado de EE.UU., en contraste con lo que sucede en Europa.

Así, los procesos de consolidación de infraestructuras de negociación localizadas en diferentes jurisdicciones europeas se han visto favorecidos por la consecución de un marco normativo y supervisor armonizado. Como refuerzo a la armonización normativa, la introducción del euro eliminó el riesgo divisa para los valores denominados en esta moneda y amplió el horizonte de inversión para inversores institucionales y particulares. A finales de los noventa comenzaron a darse en Europa los primeros procesos de consolidación, primero dentro de cada país (En 1999 se produjeron de manera independiente las fusiones de los mercados de contado y derivados en Francia, Bruselas y Portugal. También se produjo en 1999 la fusión de Deutsche Börse Clearing, el DCV alemán, con Cedel, un DCVI, para formar Clearstream.), buscando inicialmente la creación de “campeones nacionales” capaces de competir en un entorno único de dimensión continental. Posteriormente, se iniciaron las primeras alianzas transnacionales, que incluían el acceso recíproco a los mercados por parte de los miembros y en ocasiones las fusiones entre distintos mercados.

La Directiva 93/22/CEE de servicios de inversión primero y, muy especialmente, la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID) después, han dotado a los 27 Estados de la Unión Europea (UE) de un marco regulador común. La MiFID es uno de los pilares del Plan de Acción de Servicios Financieros (con el acrónimo en inglés FSAP) de 1999 y tenía como objetivo la

integración de los mercados financieros en la UE. La MiFID incorpora dos cambios fundamentales para permitir la competencia entre mercados:

i) elimina el principio de concentración, según el cual todas las operaciones debían efectuarse en un mercado regulado, y en consecuencia acaba con el monopolio de la negociación de los mercados regulados establecidos (incumbents), y

ii) crea unas reglas comunes y homogéneas para los mercados regulados y plataformas alternativas. Tras dos años desde su entrada en vigor y como señala Davies (2008), la MiFID ha cubierto uno de sus objetivos de incrementar la competencia entre las diferentes plataformas de negociación en la mayoría de países. Sin embargo, no puede descartarse que esta mayor competencia inicial se vea reducida en un futuro si las nuevas plataformas no alcanzan el volumen de negocio requerido para cubrir los costes operativos, en cuyo caso las fusiones pueden ser una estrategia de supervivencia.

Conviene hacer una diferenciación entre los costes directos (tarifas y comisiones) e indirectos (impacto de las órdenes en los precios y riesgo de no ejecución de la orden completa). Mientras que las comisiones sí se han visto reducidos como consecuencia de la competencia vía precios entre las diferentes alternativas de negociación, la fragmentación de la liquidez entre varias plataformas puede hacer que los costes indirectos de ejecución sean mayores a los existentes antes de la transposición de la Directiva.

No obstante, la MiFID no contiene prescripciones acerca de las actividades de post-contratación más allá de establecer la libertad de elección y acceso a los sistemas de compensación, liquidación y contrapartida central por parte de los miembros de los mercados regulados, las empresas de inversión y los sistemas multilaterales de negociación.

Con respecto a la estructura de propiedad de los mercados, en sus orígenes los mercados de valores eran propiedad de sus miembros, que mantenían exclusividad de acceso (mutual ownership). Esta organización mutualista coincidía con un ámbito de actuación local, mercados de corros físicos y ausencia de interconexiones internacionales e inversores no residentes. Pero en los primeros años de la década de los noventa, los mercados comenzaron un proceso de desmutualización en el que se separaron las figuras del miembro y del accionista. El capital de las bolsas de valores se abrió a los inversores y muchos realizaron ofertas públicas de venta y comenzaron a cotizar en el mercado que gestionaban. Este proceso coincide con la expansión de los sistemas electrónicos de negociación y los avances en comunicaciones y en incremento de competencia entre mercados.

Aggarwal (2002) señala dos motivos para el cambio en el gobierno corporativo y la estructura de propiedad de las bolsas: el primero es dotar a los mercados de

mayor flexibilidad en la toma de decisiones estratégicas de negocio, y el segundo obtener fondos que permitan acometer las inversiones en infraestructuras o adquisiciones de competidores. Una estructura accionarial abierta facilita los procesos de fusiones y adquisiciones entre mercados y por tanto la consolidación de infraestructuras. Con respecto a las cuestiones regulatorias que la desnaturalización de los mercados puede plantear, véase IOSCO (2006).

El siguiente cuadro incluye las fechas de desmutualización, salidas a bolsa e inicio de las consolidaciones entre los principales mercados. En la mayoría de los mercados la desmutualización y la posterior salida a bolsa anteceden a los procesos de concentración. Salvo BME, fruto de un proceso de consolidación nacional horizontal (bolsas, renta fija y derivados) y vertical (negociación, post-contratación), el resto de mercados forma parte de grupos transnacionales surgidos de la consolidación de varios mercados y entidades.

4.1 La supervisión y regulación de las infraestructuras de mercado

El régimen de supervisión y la normativa aplicable a las infraestructuras de mercado constituyen, junto con los avances tecnológicos, dos de los factores determinantes del entorno competitivo en el que se desarrolla la actividad. Porter (1979) reconoce la influencia de los gobiernos en las fuerzas que determinan la competencia dentro de una industria. Este papel del gobierno a través de su capacidad de desarrollo normativo y supervisor es aún mayor en sectores regulados como los mercados de valores.

En las infraestructuras de mercado y post-contratación, la regulación determina si el servicio se presta en régimen de monopolio o por el contrario se permite la competencia entre diferentes proveedores. El ejemplo más claro se encuentra en la Directiva 2004/39/CE (MiFID), que puso fin al monopolio de varios mercados de valores en Europa e igualó las normas de juego para las plataformas de negociación alternativas (sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos). Otro ejemplo del papel de la regulación en el entorno competitivo de los mercados de valores reside en el derecho a veto que algunas jurisdicciones, incluida la española¹⁰, se reservan para impedir la entrada en el capital de sus mercados de valores y por tanto en la posibilidad de concentración vía adquisiciones.

Las infraestructuras de negociación están bajo el ámbito de los supervisores sectoriales de valores (en España, la CNMV) o del supervisor único (Reino Unido). En Europa, los principios rectores fundamentales emanan de la MiFID y se traspusieron a las respectivas normativas nacionales.

Por el contrario, las infraestructuras de post-contratación adolecen en Europa de una normativa armonizadora similar a la MiFID salvo en aspectos muy concretos de su funcionamiento (garantías y firmeza de la liquidación). La propia

heterogeneidad de las empresas que prestan los servicios hace que su supervisión recaiga en los bancos centrales, cuando la entidad es un banco, o en los supervisores de valores, cuando sean prestados por cámaras de compensación y CCP.

4.2 Entidades Reguladoras

4.2.1 CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es un organismo dependiente de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa del Ministerio de Economía y Competitividad, fundado en 1988, encargado de la supervisión de los mercados de valores en España.

Su objetivo es velar por la transparencia de estos mercados y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores. En el ejercicio de estas competencias recibe un importante volumen de información, gran parte de la cual está contenida en sus registros oficiales y es de carácter público.

La acción de la CNMV como órgano de control se centra principalmente sobre:

- Las sociedades que emiten valores para ser colocados de forma pública en el mercado primario.
- Los mercados secundarios de valores
- Las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva

Sobre ellos la Comisión ejerce una supervisión de carácter prudencial buscando garantizar la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema. También a través de la Agencia Nacional de Codificación de Valores, asigna el código ISIN con validez internacional a todas las emisiones de valores que se realizan en España.

Los principales objetivos de la regulación en el sistema de valores europeo son:

- Protección al inversor.
- Aumento en la integridad de los mercados financieros, reduciendo la posibilidad de manipularlos y de llevar a cabo operaciones con información privilegiada.

- Definir una doctrina común con el objeto de aumentar la confianza de los inversores y mejorar la cooperación entre autoridades nacionales competentes de la unión europea.¹

Se tienen áreas tradicionales encargadas de la regulación, las cuales están encargadas de la supervisión de mercados y entidades:

- Comisión de regulación y supervisión financiera

4.2.2 IOSCO. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) (en inglés: International Organization of Securities Commissions, IOSCO) es una organización internacional que reúne a los reguladores de valores del mundo y los mercados de futuros. Es, junto con sus organizaciones hermanas, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, en conjunto forman el Foro Conjunto de las normas internacionales de regulación financiera. Actualmente, los miembros de OICV (IOSCO) regulan más del 90 por ciento de los mercados de valores del mundo.

Formado originalmente en 1974 como la "Conferencia Interamericana de Comisiones de Valores", el nombre se cambió al actual en 1983, porque entraron por primera vez miembros no procedentes de Norteamérica ni Suramérica. (Un remanente de su origen americano es que las "lenguas oficiales" son inglés, francés, español y portugués: si bien su web está únicamente en lengua inglesa, la web de la última conferencia, la de Tel Aviv en 2009, está en los mencionados idiomas). Los miembros de OICV se dividen en tres categorías principales:

*Miembros ordinarios, que deben ser las principales reguladoras de valores y/o mercados de futuros en una jurisdicción. Una bolsa de valores o la auto-organización de regulación puede ser un miembro ordinario, pero sólo si es primario de la jurisdicción regulador de valores. Cada uno de estos miembros tiene un voto.

*Miembros asociados, que son valores y/o futuros de los reguladores en una jurisdicción, en caso de que la competencia tiene más de uno. Por ejemplo, la Commodity Futures Trading Commission y el Norte de América Asociación de Administradores de Valores de los Estados Unidos y la Comisión de Valores de Alberta y British Columbia Securities Commission de Canadá son miembros asociados de la OICV (con la Comisión de Bolsa y Valores de los EE.UU. y la Comisión de Valores de Ontario y L'Autorité des marchés financiers en Quebec están los miembros ordinarios de los Estados Unidos y Canadá, respectivamente). Los miembros asociados no tienen derecho a voto y no son

¹ Directiva del Parlamento Europeo, Directiva 89/592/ CEE del Consejo

elegibles para el comité ejecutivo; sin embargo, son miembros del comité de presidentes.

*Miembros afiliados, que incluyen bolsas de valores, organizaciones autónomas y diversas asociaciones del mercado de valores de la industria. Los afiliados no tienen voto, no son elegibles para el comité ejecutivo y no son miembros del comité de presidentes. Los miembros afiliados que son SROs, son miembros del comité consultivo SRO.2

En la actualidad, la OICV cuenta con 182 miembros, de los cuales 109 son miembros ordinarios, 11 son miembros asociados, y 62 miembros afiliados.

El principal objetivo de la OICV es ayudar a sus miembros a:

- Cooperar juntos para promover un alto nivel de regulación a fin de mantener mercados eficientes y solventes.
- Intercambiar información sobre sus respectivas experiencias a fin de promover el desarrollo de los mercados nacionales;
- Unir sus esfuerzos para establecer normas y una vigilancia eficaz de las transacciones internacionales de valores;
- Proporcionar asistencia mutua para promover la integridad de los mercados mediante una aplicación rigurosa de las normas y una lucha efectiva contra los delitos.

En septiembre de 2003, IOSCO publicó una declaración que contenía unos “Principios sobre la actividad de las agencias de rating

- **“El primero de los principios**, que se centra en la calidad e integridad de los ratings, establece que las agencias deben esforzarse por emitir opiniones que ayuden a reducir las asimetrías de información entre prestamistas, prestatarios y otros participantes en el mercado. Este principio explica con sencillez la razón última de la existencia de las agencias de rating. El valor de los ratings reside en que se basen en un análisis suficientemente exhaustivo de la información disponible para que los inversores puedan adoptar sus decisiones de inversión beneficiándose de información a la que ellos no tienen acceso directo. Por ello, a largo plazo, las agencias que no consiguen proporcionar unos ratings de calidad y útiles, fracasan en su función y, a corto plazo, puede contribuir a crear una falsa evaluación de los riesgos de los valores y, consecuentemente, favorecer que el mercado sea menos transparente.
- **El segundo principio**, bajo el título de independencia y conflictos de interés, establece que los ratings deben ser independientes y libres de presiones políticas o económicas y de los conflictos de interés que puedan derivarse de la estructura de propiedad, de los negocios o de las actividades financieras de

la agencia, o de los intereses financieros de sus empleados. Las agencias deben, en la medida en que sea posible, evitar actividades, procedimientos o relaciones que puedan comprometer o parecer que comprometen la independencia y objetividad de las operaciones de calificación crediticia. El valor que los inversores atribuyen a los ratings depende, en gran medida, de su confianza en que esas opiniones no están indebidamente influidas por factores ajenos a la evaluación del riesgo de crédito. Por lo tanto, los conflictos de interés o cualquier otro factor que dañe la independencia analítica de una agencia pueden socavar la confianza de los inversores en sus ratings. Esto, llevado al extremo, puede conllevar una pérdida general de confianza de los inversores en la transparencia e integridad del mercado de valores.

- **El tercer principio** establece que las agencias deben considerar la publicidad y la transparencia como un objetivo fundamental de sus actividades. Para que los ratings resulten útiles, las calificaciones deben ser publicadas en el momento oportuno y con suficiente transparencia sobre los procedimientos, métodos e hipótesis utilizados para la determinación del rating. Esta transparencia beneficia a los inversores porque les permite disponer de información para evaluar con mayor exactitud la calidad del rating y valorar mejor la relevancia que le otorgan en sus decisiones de inversión. Por otro lado, la transparencia es positiva también para los emisores en la medida que reafirma la confianza de éstos en la corrección del proceso de calificación y les anima a comunicar a las agencias la información relevante para que emitan sus opiniones.
- **Finalmente, el cuarto principio** se centra en el tema de la información confidencial que manejan las agencias. Este principio establece que las agencias deben mantener confidencial toda la información no pública que se les comunique por un emisor en los términos previstos en un acuerdo de confidencialidad o basada en el entendimiento recíproco de que la información se comparte de forma confidencial”.²

Este principio parte de la base de que los emisores tienen un conocimiento mayor que los inversores sobre los factores de riesgo vinculados a los valores que emiten y que esta asimetría informativa tiende a incrementar el coste de captación de capital para los emisores ya que los inversores exigen ser compensados por las incertidumbres acerca de esos riesgos.

4.2.3 AEVM - Autoridad Europea de Valores y Mercados. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) (en inglés, European Security and Markets Authority, ESMA) es la autoridad supervisora del sistema financiero de la Unión Europea en lo referido a valores y mercados financieros, establecida por reglamento europeo y que entró en funcionamiento el 1 de enero de 2011. Las principales funciones de esta autoridad son:

Buscar la convergencia entre los distintos supervisores de mercados y servicios de inversión.

Asegurar la integridad, funcionalidad y transparencia de los mercados de valores en la Unión Europea.

Colaborar con el resto de las autoridades de supervisión.

Las otras autoridades de supervisión financiera europeas son la Autoridad Bancaria Europea y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación.

4.2.3.1 Función y objetivos de la AEVM. La AEVM tiene la misión de mejorar la protección de los inversores e impulsar en la Unión Europea unos mercados financieros estables y que funcionen adecuadamente. Como institución independiente, cumple tal objetivo mediante la implantación de un código normativo único para los mercados financieros de la UE y la garantía de su aplicación coherente en todo el territorio de la Unión.

Contribuye a la regulación de las empresas de servicios financieros de ámbito paneuropeo, ya sea mediante la supervisión directa o la coordinación activa de las tareas de supervisión a escala nacional.

4.2.4. IASC. Lo cual traduce (International Accounting Standards Committee) se adoptó la armonización contable internacional que de mano de IOSCO se implementa como parte de la armonización del Mercado de valores y bursátil europeo.

Reconociendo esta como el máximo Comité Internacional de Normas Contables. Grupo compuesto por profesionales de Estados Unidos, Inglaterra, Alemania, Francia, Canadá y Japón, entre otros países, que periódicamente se reúnen para proponer normas contables de aplicación internacional.

En consecuencia la actividad internacional de la CNMV está centrada en su participación tanto en las instituciones que agrupan a los reguladores y supervisores de valores - Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) - como en aquellos grupos de trabajo con un componente intersectorial - JOINT FORUM y Comité mixto (Joint Committee) de las Autoridades Supervisoras Europeas (ESAs)- que agrupan banca, valores y seguros en el ámbito mundial y europeo, respectivamente.

En los últimos años las instituciones descritas anterior mente han jugado un papel de suma importancia, ya que el mercado por la dimensión que ha tomado ha presentado turbulencias dado lugar a una crisis de dimensiones supranacional e intersectorial, poniendo de manifiesto la necesidad de cooperación entre

supervisores en el ámbito internacional y de revisión de las normas relevantes para la eficiencia y seguridad de la actividad financiera global, Basilea II ya ha evolucionado a una revisión BASILEA III donde se aprobaron un conjunto de reformas encaminadas al sector financiero, donde se pide a los bancos contar con más y mejor capital, para contrarrestar los mayores riesgos expuestos en el mercado.

5. MERCADOS FINANCIEROS

5.1 Tipos de Mercados

5.1.1 Mercado Monetario.

En el siguiente apartado tratare de explicar el concepto de Mercado Monetario, así como las principales funciones que desempeñan este tipo de mercados dentro del sistema financiero Europeo, también se hará referencia a los principales activos que en él se negocian.

Un mercado monetario o de dinero puede definirse como el mercado al por mayor, de activos de bajo riesgo y alta liquidez y emitidos a corto plazo (18 meses como máximo).

El hecho de ser un mercado de mayoristas no quiere decir que todas las operaciones que se hacen a corto plazo tienen la consideración de pertenecer al mercado monetario, sino solamente aquellas realizadas en mercados altamente especializados de carácter mayorista.

El bajo riesgo de estos mercados está determinado por la solvencia de los emisores, prestatarios institucionales como el tesoro, bancos comerciales o bien grandes empresas públicas y privadas de reconocida solvencia y que acuden a financiarse a corto a estos mercados.

La alta liquidez está determinada por la existencia de amplios mercados secundarios que garantizan la fácil y rápida negociación de los títulos y que es consustancial con estos mercados.

5.1.1.1 Funciones

Las principales funciones del Mercado Monetario son las siguientes:

1. Permiten una financiación ortodoxa del déficit público, de tal manera que no provoca tensiones inflacionistas.
2. Permite una eficaz ejecución de la política monetaria por parte de los bancos Europeos, ya que mediante su actuación en el mercado controla la liquidez del sistema mediante diversos tipos de operaciones.

3. Debe de contribuir a la formación adecuada de la estructura temporal de los tipos de interés (E.T.T.I.).

5.1.1.2 Estructura temporal de los tipos de interés. La estructura de los tipos de interés se mide por la curva denominada tipo - plazo y que consiste en representar en los ejes de coordenadas (los rendimientos en la ordenada y el plazo en las abscisas) la relación en un momento dado de los tipos de interés del mercado según los distintos plazos de vencimiento del mismo activo.

Las teorías que explican la forma funcional de la curva Tipo - Plazo (Yield Curve) son las siguientes:

1.- Teoría pura de las expectativas de Fisher. Sostiene que la forma de la curva se debe exclusivamente a las expectativas de los inversores sobre los tipos de interés. La curva tipo - plazo tendrá pendiente positiva cuando los inversores anticipan tipos de interés crecientes, mientras que tendrán pendiente negativa en el caso contrario.

Los tipos de interés a largo plazo serían un promedio entre el tipo de interés a corto plazo en el momento actual y los tipos a corto plazo que se esperan en el futuro, siendo estos últimos predecibles por los tipos de interés "a plazo" o "forward" que existen actualmente en los mercados.

2. Teoría de la preferencia por la liquidez de Hicks. Mantiene que en un mundo incierto los inversores tienen aversión al riesgo y por lo tanto, los títulos con mayor vencimiento incorporan una prima por riesgo, o bien una prima por pérdida de liquidez, que está incorporada a la rentabilidad. Estas primas crecientes invalida la teoría de Fisher, ya que los tipos forward implícitos en la curva serían predictores sesgados de los tipos futuros.

3. Teoría de la segmentación de Mercados de Cullberston. Reformulada por Modigliani - Sutch es también conocida como teoría del hábitat preferido. Estos autores sostienen que los tipos de interés para un cierto vencimiento solamente están determinados por la oferta y la demanda de fondos con vencimientos concretos. Para cada vencimiento existirá un único mercado y los inversores solamente estarán dispuestos a invertir en aquellos vencimientos que obtengan significativas diferencias en la rentabilidad obtenida. De esta forma, sería las presiones institucionales y de inversión, con sus respectivas preferencias respecto a vencimientos concretos, los que determinan la curva tipo - plazo.

5.3 Activos Financieros

5.3.1 Letra del Tesoro

El Activo de mayor importancia en este mercado es la Letra del Tesoro que es un título de deuda pública a corto plazo emitidos al descuento y que supone que el adquirente obtiene el título pagando una cantidad inferior a su valor nominal, recibiendo al vencimiento el valor nominal.

El valor nominal suele ser de 3.000 euros y de 6.000 euros siendo el plazo de amortización de 3,12 y 18 meses.

El precio del activo en cuestión será igual a su importe nominal menos el descuento obtenido de la siguiente forma:

$$p = 100 - d \frac{n}{365}$$

Donde p el precio, del descuento aplicado y n el número de días que faltan hasta el vencimiento, siendo determinada la rentabilidad del inversor calculando el TAE.

5.3.2 Pagarés de Empresa. Un segundo activo en importancia son los Pagarés de Empresa que son promesas incondicionales de pago emitidas con cláusula "a la orden" por sociedades no financieras. Son negociables al descuento, con un plazo de vencimiento corto de tres, seis o doce meses generalmente. Los nominales suelen ser de 1500 Euros a 6.000 euros y se emiten al descuento.

El pagaré de empresas tiene una retención en la fuente a cuenta del impuesto sobre la renta. Al tener mayor riesgo el emisor de pagarés, que es el emisor de la Letra del Tesoro, los tipos de interés son más elevados para el pagaré.

5.4 Mercado Interbancario. Hablando del mercado interbancario hoy podríamos indagar un poco más acerca de este mercado tan etéreo y del que todo el mundo habla. El tema de conversación actualmente sobre la crisis de liquidez se desarrolla siempre en todos los medios partiendo de que para los bancos resulta cada vez más difícil conseguir financiación a través del mercado interbancario porque los bancos no se fían unos de otros.

Como su nombre lo indica "Interbancario" entre bancos, hace referencia al dinero prestado por unos bancos a otros para hacer frente a necesidades coyunturales de tesorería: dinero interbancario, préstamos interbancarios, intereses interbancarios, etc.

La verdad es que lo deja bastante claro. Si lo aplicamos a mercado pues ya tenemos un mercado en el q ue los bancos se prestan dinero. Pero este mercado es un poco especial pues está regulado y controlado por los bancos centrales y sólo tienen acceso a él un grupo de especialistas del mercado denominados

interdealers que son los que se encargan de llevar a cabo la intermediación entre las entidades bancarias (teóricamente favorecen el anonimato de las operaciones e incrementan la liquidez del mercado).

La gran mayoría de las operaciones de préstamo o crédito se realizan a muy corto plazo (por ejemplo 1 día) con cantidades muy elevadas y sirven fundamentalmente para:

- Conseguir financiación para las operaciones del banco cuando hace falta dinero.
- Conseguir rentabilidad prestando el exceso de liquidez que el banco dispone.
- Servir de referencia para toda la economía (este ejemplo lo tenemos ahora mismo muy bien representado)
- Mantener el coeficiente de caja (dinero líquido mínimo que los bancos deben tener frente a su capital total) dentro de los límites especificados por el Banco de España.

Este mercado no es sólo nacional, a él también pueden acceder bancos extranjeros en busca de mejores oportunidades de financiación.

El mercado interbancario europeo está regulado por el Banco Central Europeo (BCE) y reúne a las entidades bancarias de toda Europa con el mismo objetivo que hemos comentado. A través de este mercado es como el BCE realiza las operaciones de inyección de liquidez que últimamente hemos visto producirse tan a menudo, cuando el resto de entidades no están dispuestas a cruzar operaciones.

El tipo de interés interbancario a un día en el mercado europeo ha recibido la denominación de Eonia. En general no es muy conocido ni se utiliza en los análisis del mercado, para esto se utiliza más el Euribor aunque sea un tipo para plazos algo más largos.

Resumiendo podemos decir que el mercado interbancario europeo reúne a todos los bancos europeos para prestar y ser prestados. En caso de crisis de liquidez es el BCE el que interviene inyectando dinero de manera que los bancos puedan cubrir sus necesidades puntuales y no se produzcan quiebras. Al mismo tiempo y de esta manera el BCE también puede extraer liquidez del sistema si hay un exceso de ella. A través de estos mecanismos de regulación se convierte en una válvula que controla la subida o bajada de los tipos a los que se prestan el dinero los bancos.

5.5 Mercado de deuda pública.

Por deuda pública o deuda soberana se entiende al conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a los particulares u otro país. Constituye una forma de obtener recursos financieros por el estado o cualquier poder público

materializados normalmente mediante emisiones de títulos de valores. Es además un instrumento que usan los Estados para resolver el problema de la falta puntual de dinero, por ejemplo:

Cuando se necesita un mínimo de tesorería (dinero en caja) para afrontar los pagos más inmediatos.

Cuando se necesita financiar operaciones a medio y largo plazo, fundamentalmente inversiones.

La deuda pública se define como un instrumento financiero de naturaleza pasiva para el ente público emisor (País, Provincia, Estado, Departamento, Distrito o Municipio) que busca en los mercados nacionales o extranjeros captar fondos bajo la promesa de futuro pago y renta fijada por una tasa en los tiempos estipulados por el bono.

5.5.1 Naturaleza de la deuda pública.

Para financiar sus actividades, el sector público puede utilizar esencialmente tres medios:

- Impuestos y otros recursos ordinarios (precios públicos, transferencias recibidas, tasas, etc.).
- Creación de dinero, mediante un proceso de expansión monetaria.
- Emisión de deuda pública.

Pero además de esto, el Estado puede utilizar la deuda como instrumento de política económica y en este caso debe utilizar la política de deuda que considera en cada momento más apropiada a los fines que persigue.

La deuda pública puede afectar de una manera más o menos directa, a variables económicas de las que depende básicamente el funcionamiento real de la economía, tales como la oferta monetaria, el tipo de interés, el ahorro y sus forma de canalización, bien sea nacional o extranjero, e intermunicipal etc. La deuda pública es la obligación que tiene el estado por los préstamos totales acumulados que ha recibido o, por los que es responsable expresándose a través del valor monetario total de los bonos y obligaciones que se encuentran en manos del público.

5.5.2 Clases de deuda pública.

Deuda real y ficticia. Cuando el Tesoro Público emite títulos de deuda puede ser adquirida por bancos privados, particulares y el sector exterior, pero también se puede ofrecer la deuda al Banco Central del país. Esta última deuda se considera ficticia puesto que dicho banco es un organismo de la administración pública y en realidad la operación de deuda equivale, incluso en sus efectos monetarios, a una creación solapada de dinero.

La distinción entre deuda real y ficticia tiene gran importancia desde el punto de vista de la estabilidad económica.

Deuda a corto, medio y largo plazo.

Un aspecto que reviste importancia a efectos de la política económica es el del plazo de duración del empréstito.

- Deuda a corto plazo: se emite con un vencimiento inferior a un año y suele funcionar como una especie de letra de cambio, en este caso del Estado. En España la deuda a corto plazo está representada por las Letras del Tesoro. La deuda a corto plazo se ha venido utilizando para cubrir necesidades de tesorería del Estado, los llamados déficit de caja que presentan coyunturalmente los presupuestos del Estado.
- Deuda a medio plazo: cumple la misión de conseguir fondos para la financiación de gastos ordinarios, en España cumple este papel Los bonos del Estado.
- Deuda a largo plazo: tiene la misión de financiar gastos extraordinarios y de dilatada rentabilidad. Dentro del largo plazo pueden tener una duración muy variada e incluso puede ser de duración ilimitada, dando lugar a la deuda perpetua, en España están representados por las obligaciones del Estado.

Deuda amortizable y perpetua. El Estado puede emitir títulos de deuda amortizables, en los que al llegar el momento del vencimiento el principal de la deuda es reembolsada a su titular.

Frente a este tipo de deuda existe un modelo de deuda perpetua en el que no existe vencimiento de la misma y por tanto nunca es reembolsado el principal por el Estado, a cambio su titular cobrará de manera perpetua los intereses pactados en su emisión. Para que este tipo de deuda tenga sentido debe existir un mercado donde se pueda negociar este título. Cuando el Estado desea amortizar esta deuda deberá acudir al mercado y deberá comprarla al precio al que esté vigente en ese momento.

Deuda interna y externa.

Uno de los aspectos que ofrece mayor importancia por sus repercusiones económicas, es el de conocer la nacionalidad del prestatario y en este sentido es necesario distinguir entre deuda interna y externa.

La primera es suscrita por nacionales y todos sus efectos quedan circunscritos al ámbito de la economía interna; la deuda externa por el contrario, es suscrita por

extranjeros y ello tiene importantes novedades en cuanto a sus aspectos económicos, tanto para la economía nacional como para la de aquellos que suscriben la deuda.

En este sentido la deuda externa posibilita los fondos necesarios sin menoscabo del ahorro nacional. Estas ventajas que ofrece a corto plazo la deuda externa tiene su contrapartida en el momento de la amortización de la deuda, cuando será necesario captar los recursos en el país sin que esos recursos produzcan una compensación en otros ciudadanos internos.

En general, los prestatarios internacionales son el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

5.6 Mercado de Capitales. El mercado financiero es aquel que les permite a los agentes económicos que puedan hacer el intercambio de los activos financieros. Estos mercados facilitan en el sistema financiero lo siguiente:

Aumento de capital
Transferencia de riesgo
Comercio internacional.

5.6.1 Tipos de mercado de capitales

Mercado primario. En donde tanto el Estado como las empresas emiten estos productos por primera vez (Bonos, obligaciones, acciones...).

Mercado secundario. En donde se negocian estos valores anteriormente emitidos.

Estos mercados a su vez están subdivididos dentro de su organización, miraremos la estructura del mercado secundario el cual está conformado:

- **Bolsas de Valores:** Es el mercado en el que se negocian (compran y venden) acciones, warrants y derechos de suscripción. En el caso del mercado español está organizado en cuatro bolsas de valores (Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao), las cuales han desarrollado un mercado continuo, en el cual se concentran la totalidad de las operaciones nacionales y donde cotizan las principales compañías.
- Mercado de Deuda Pública anotada.
- Mercados de opciones y futuros.
- Mercado de AIAF (Asociación de Intermediarios en Activos Financieros).
- Mercado de opciones y futuros sobre mercaderías (cítricos).

De reciente creación es el "Nuevo Mercado", en el que cotizarán compañías cuya actividad principal se enmarque en el sector tecnológico. Este es el mercado

donde se incluyen .las compañías pertenecientes al sector tecnológico. Las empresas que coticen en este mercado no perderán su situación actual (Terra podrá estar en el Ibex 35 y en el Nuevo Mercado al mismo tiempo).

Dentro de la organización estructural del mercado de valores también encontramos los siguientes tipos de valores los cuales son negociados en los diferentes mercados:

Renta fija:

- Pública: Obligaciones y Bonos del Estado, Letras del Tesoro...
- Privada: obligaciones, bonos y cédulas.
- Valores intermedios:
- Obligaciones convertibles y Obligaciones canjeables.

Renta variable:

- Acciones y derechos de suscripción
- Fondos de inversión:
- FIAMM (nacional o internacional)
- FIM (con distintas variedades)
- Nuevos instrumentos financieros:
- Opciones, futuros y warrants.

El sistema bursátil permite la negociación de diferentes valores, contribuyendo con el establecimiento de los precios de mercado de un determinado instrumento y el costo de la intermediación. A través de los años, los sistemas bursátiles han ido evolucionando hasta llegar a una estructura relativamente similar en el mundo entero. Los participantes del sistema bursátil son:

- Bolsas de valores
- Intermediarios: puestos de bolsa y agentes de bolsa
- Emisores de títulos valores
- Inversionistas individuales e institucionales
- Clasificadoras de valores
- Centrales depositarias de valores
- Instituciones reguladoras

En este sentido el mercado Europeo ha venido evolucionando en aras de alcanzar mejores competitividad frente a los grandes mercados mundiales. Con la creación de la federación europea de bolsas (FESE) que ha sido el eje central en la mejora de su eficacia y eficiencia individual y colectiva del mercado de valores europeo a lograron lo que en los primeros párrafos describíamos como ficciones bursátiles. El mercado Europeo ha sido dinámico en la evolución de este sector se demuestra por parte de los integrantes el interés de buscar sinergias con el fin de conseguir mayores niveles de conectividad

5.7 Mercado de Futuros. Los mercados de futuro consisten en la realización de contratos de compra o venta de ciertas materias en una fecha futura, pactando en el presente el precio, la cantidad y la fecha de vencimiento. Actualmente estas negociaciones se realizan en mercados bursátiles.

Nacieron originalmente en el siglo XIX con la denominación de “forwards” o de “mercado a futuro”, con el objetivo de proteger a los productores de materias primas en un mercado caracterizado por épocas de concentración de la oferta (de cosecha) y por precios muy variables a lo largo del año, que restaban atractivo a la labor.

Cómo funcionan?

Las consecuencias de estos contratos fueron evidentes. Imaginemos que pacto la compra de un kilo de maíz a 5 euros con fecha de vencimiento del 31 de marzo de 2012. Se supone que al llegar a esta fecha deberé pagar lo acordado, pero pueden pasar varias cosas.

La primera es que el precio sea muy similar al pactado, en cuyo caso no debería haber mayores problemas. La segunda es que el precio real a esa fecha sea inferior al pactado, momento en el que me habré comprometido a pagar el kilo a un mayor importe del real. Y la tercera es que el precio sea superior al pactado y por tanto resulte que, una vez comprado, puedo vender el kilo de maíz en el presente obteniendo un beneficio de la operación.

El vendedor también corre riesgos, evidentemente, aunque en cualquier caso este riesgo es compartido por ambos y los incumplimientos pueden venir de ambos lados.

Se necesita de una gran confianza entre las partes, pues si antes del vencimiento se ve una evolución de precios poco favorable, es necesaria la cooperación de ambas partes para adelantar la entrega, o para tomar algún tipo de medida para reducir el impacto de la variación de precios, antes de que se rompa el acuerdo.

Todo esto ha hecho que los “mercados a futuro” pasen a ser “mercados de futuro”, es decir, que se introduzcan en mercados organizados que traten de garantizar las condiciones de la negociación y el cumplimiento de los contratos. Esto se realiza en gran parte gracias a las denominadas “cámaras de compensación”.

La especulación

Con el ejemplo citado, se ve claramente lo atractiva que puede ser la operación en un mercado especulativo. Claro que no es el mercado en sí el que especula, sino los inversores.

De esta manera encontramos dos tipos de figuras: aquellos que participan en el mercado de futuros, para protegerse del riesgo en una actividad sometida a altas variaciones de precios (conocidos como “Hedgers”), y aquellos inversores que asumen el riesgo con la perspectiva de obtener beneficios futuros.

Los mercados a futuro no solo se realizan en torno a las materias agrícolas sino también a activos financieros, minerales, divisas, etc... y la liquidación no tiene por qué realizarse al vencimiento, de hecho cada vez es más extraño que esto pase.

Antes de dicha fecha, el inversor puede realizar una liquidación adelantada realizando operaciones a futuro inversas. En otras palabras, vendiendo cuando se es comprador o viceversa. De esta manera se intenta minimizar el impacto de las fluctuaciones de precio, algo que puede requerir de una atención continua a la evolución de los mismos.

5.8 Mercado de Opciones.

En los últimos años, las opciones se han convertido en un elemento fundamental de los mercados mundiales de capitales, si bien su uso se remonta a hace varios siglos.

En 1973 año se creó la Chicago Board Options Exchange, primera bolsa mundial de carácter oficial y que supuso el inicio del lanzamiento internacional con la llegada a Londres en 1978, negociándose en el Liffe. Actualmente se negocian opciones sobre gran variedad de activos subyacentes, tanto en mercados oficiales como fuera de ellos (OTC).

Las opciones financieras son contratos en los que el comprador tiene el derecho (no la obligación) de ejercer la compra o venta del activo subyacente a un precio previamente determinado a cambio de una prima que pagará al vendedor del contrato. Existen dos tipos de opciones:

- **Opciones Call:** Las opciones call dan el derecho al comprador de la misma a comprar el activo subyacente al precio previamente pactado a cambio de una prima. Por tanto, el vendedor de la opción call tendrá la obligación de vender el activo subyacente si el comprador ejerce el derecho de compra. Obviamente el comprador ejercerá su derecho si el precio del mercado es mayor al previamente pactado (Expectativas alcistas).
- **Opciones Put:** Las opciones put dan el derecho al comprador de la misma a vender el activo subyacente al precio previamente pactado a cambio de una prima. Por tanto, el comprador de la opción put tendrá la obligación de comprar el activo subyacente si el comprador ejerce el derecho de venta.

En este caso el comprador ejercerá el su derecho si el precio de mercado es inferior al previamente pactado (Expectativas bajistas).

Los mercados de opciones cuentan con cámaras de compensación para el correcto funcionamiento del mercado y para evitar el riesgo de contraparte. Por tanto, será la cámara de compensación la encargada de dar contrapartida a las distintas partes del contrato.

En España el mercado oficial de opciones es el “Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros” (MEFF), el cual esta supervisado por la CNMV y el ministerio de economía, y en el que se negocian futuros y opciones tanto de activos de renta fija como de renta variable (bonos del estado, índice ibex35 y acciones). Además el MEFF actúa como mercado y cámara de compensación

6. ACTIVOS FINANCIEROS EXISTENTES.

El Activo Financiero por lo general es un documento legal que representa una inversión o un derecho económico para quien está entregando el dinero y es un mecanismo de financiación para quien lo está emitiendo, en otras palabras, recibiendo el dinero en préstamo. También existen otros tipos de Activos Financieros que no necesariamente son documentos.

La entidad o persona que expide este documento llamado emisor, adquiere una obligación de carácter económico con la persona o entidad que adquiere el Título, y este último a su vez espera recibir renta o retorno por la inversión realizada, este se denomina beneficiario.

6.1 Certificados de Depósito a Término (CDT): Es un título libremente negociable con el cual una persona, natural o jurídica, podrá depositar un monto de dinero, para retirarlo después de un determinado tiempo, obteniendo como beneficio un rendimiento a su inversión. Los plazos pueden ser de 30 días en adelante siendo los más comunes los de 30, 60, 90, 180, y 360 días. Pueden emitirlos los bancos comerciales, corporaciones de ahorro y vivienda, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial. La tasa de rendimiento por su depósito está determinada por el monto, el plazo, la corporación responsable y las condiciones existentes en el mercado al momento de su constitución. Son nominativos, es decir, que su valor es el que aparece en el documento, y no se pueden redimir antes de su vencimiento.

6.2 Certificados de Depósito de Ahorro a Término (CDAT): Es un sistema de ahorro en el cual se constituye un certificado, con un monto mínimo, y un plazo igual o inferior a un mes, prorrogable por el mismo período pactado al inicio, si este no se cancela.

6.3 Bonos: Son títulos emitidos para financiar la empresa. Se emiten por un valor, colocándose generalmente con un descuento sobre el valor del título. Durante su vida útil, devengan un interés fijo y estipulado de antemano. Al vencimiento se redimen por su valor facial, y en algunos casos existen los cupones que consisten en el pago de intereses en períodos de tiempo entre la emisión y la redención. Su plazo mínimo es de un año.

Los bonos son nominativos y libremente negociables, su rendimiento puede estar indexado a variables macroeconómicas como el DTF, el IPC o el UVR por ejemplo. En Colombia los rendimientos financieros están sujetos a una retención del 7%. Además de los bonos tradicionales existen bonos con características especiales como:

- **Bono a Descuento:** Obligación cuyo valor de emisión, o precio de cotización, es inferior al valor facial del título.
- **Bono Basura o Junk Bonds:** Bonos de alto riesgo que tienen baja calificación crediticia.
- **Bono Convertible:** Es un bono cuyas cláusulas permiten que este sea convertido en acciones de la empresa que lo emitió a un ratio fijo de intercambio.

6.4 Acciones: Título representativo del valor de una de las fracciones iguales en que se divide el capital social de una sociedad de Capital (Anónima o en Comandita por Acciones). Sirve para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de socio propietario, en proporción con el monto de acciones suscritas, el derecho de voto en las asambleas generales de accionistas que pueden por lo mismo influir en la redacción, aprobación modificación y reforma de los estatutos de la sociedad en la designación de los altos directivos y en otras decisiones importantes; asimismo, su importe manifiesta el límite de la obligación que contrae el tenedor de la acción ante terceros y ante la empresa. La rentabilidad generada por las acciones se da por medio de dos sistemas:

- **Valorización:** De acuerdo con el comportamiento de la economía y de la empresa el valor de la acción aumenta o disminuye; hallando la diferencia entre el valor final y el valor inicial de un período se halla la valorización (si es positiva) o la desvalorización (si es negativa) de la inversión.
- **Dividendo:** Es el derecho de los tenedores de acciones a recibir su participación correspondiente de las utilidades de la empresa, a través del pago del dividendo. Los dividendos pueden ser entregados en efectivo, en acciones o en especie.

Según las características de participación en las decisiones y de participación en las utilidades las acciones pueden ser:

- **Acciones Ordinarias:** Son acciones que confieren iguales derechos a los socios o accionistas, en cuanto a voto y recibir un dividendo con base en las utilidades actuales, previa aprobación por parte de la asamblea.
- **Acción Preferencial:** Tipo de acción que otorga el derecho a voto sólo en las asambleas generales o extraordinarias de accionistas reunidas para tratar sobre la prórroga de la duración de la sociedad, su disolución anticipada, cambio de objeto social o nacionalidad, transformación o fusión de la misma. También reciben el nombre de acciones de voto limitado. Se denominan Preferencial porque de acuerdo a la ley se les debe otorgar prelación en el pago de utilidades y del patrimonio social, en el caso de liquidación, respecto de las acciones ordinarias.
- **Acciones a la Orden:** Son las transmisibles mediante la entrega del título debidamente endosado por su titular.
- **Acciones al Portador:** Son las suscritas anónimamente. Pueden ser traspasadas por simple compraventa en la Bolsa de Valores. Otorgan a su poseedor el carácter de socio en la proporción por ellas representadas. Se transmiten por la simple entrega del título.

6.5 Titularización: Es el proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla a través de un patrimonio autónomo, activos tradicionalmente ilíquidos, o por lo menos de escasa o lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros, con el objeto de maximizar la utilización de los recursos. Esta movilización implica la transformación de activos ilíquidos en títulos negociables en el mercado de Valores, los cuales tienen como respaldo el activo o el flujo generado por el mismo.

6.6 Fondos de Inversión: A través de una sociedad inversión es posible participar activamente en instrumentos de deuda corporativa, deuda gubernamental, instrumentos bancarios, instrumentos de cobertura contra riesgo de tipo de cambio dólar americano y cobertura contra inflación, entre otros. Una sociedad de inversión constituye un portafolio de inversión con un objetivo definido, que se adecua al perfil y necesidades de cada inversionista dentro del cambiante entorno del mercado financiero. Según sus características estos pueden ser:

- **Fondos Comunes de Valores:** Su objetivo es realizar inversiones exclusivamente en Valores, por cuenta y riesgo de los participantes o aportantes, sean estas personas naturales o jurídicas.
- **Fondos de Inversión Abiertos:** Son aquellos cuyo patrimonio es variable y en los que las cuotas de participación colocadas entre el público son redimibles directamente por el fondo y su plazo de duración es indefinido.
- **Fondos de inversión cerrados:** Son aquellos cuyo patrimonio es fijo y las cuotas de participación colocadas entre el público no son redimibles directamente por el fondo, salvo en las circunstancias y procedimientos dispuestos por reglamentos.

- **Fondos de inversión financieros:** son aquellos que tienen la totalidad de su activo invertido en Valores u otros instrumentos representativos de activos financieros.
- **Fondos de inversión no financieros:** son aquellos cuyo objeto principal es la inversión en Valores representativos de activos de índole no financiera ya sean por resultado de un proceso de Titularización o de otro tipo de procesos expresamente autorizados por reglamento.

6.7 Divisas: Es la moneda extranjera, referida a la unidad del país de que se trate, la relación entre la moneda nacional y las monedas extranjeras demuestra la solidez de la moneda y del crédito en un país en el concierto internacional. En el caso Colombiano la moneda de referencia es el dólar americano. La pérdida de poder de una moneda nacional frente a una internacional se denomina devaluación, en el caso contrario revaluación.

6.8 Títulos de Tesorería: Son títulos que emite la Tesorería Nacional para cubrir déficit fiscal; generalmente son valores que se emiten a corto plazo (entre 1 y 7 años), tienen alta liquidez en el mercado secundario ya que el riesgo con el gobierno se supone cero. Son títulos nominativos y expedidos a la orden.

6.9 Aceptaciones Bancarias: Son letras de cambio giradas por un comprador de mercancías o bienes muebles a favor del vendedor de los mismos. Estas letras se convierten en Aceptaciones Bancarias o Financieras cuando el girador de la letra, el comprador o importador, negocia con el banco, corporación financiera, corporación de ahorro y vivienda o compañía de financiamiento comercial la aceptación de la responsabilidad por el pago oportuno de la letra. El plazo máximo de estos papeles es de 360 días.

6.10 Papeles Comerciales: Título de crédito en el cual un emisor promete pagar una cierta cantidad de dinero a los tenedores de éste a la fecha del vencimiento. Estos son emitidos a corto plazo (entre 15 y 270 días) por sociedades anónimas que han obtenido previamente la autorización correspondiente de la Comisión Nacional de Valores, para ofrecerlos al público.

6.11 Depósitos Bancarios: Son fondos depositados en una institución bancaria que pueden ser retirados en cualquier momento. Dependiendo de las necesidades del cliente puede escoger entre una amplia gama de servicios bancarios como:

- **Cuenta de Ahorro:** Depósito a la vista, que devenga intereses. Su acceso se hace por medio de libreta de ahorros o tarjeta débito, en algunos casos estas cuentas ofrecen sorteos a cambio de una menor rentabilidad. Las características en cuanto a saldos mínimos, tasa de interés y forma de liquidación de los intereses varía de acuerdo a la institución bancaria.

- **Cuenta Corriente:** Es la cuenta que los individuos o las entidades tienen a la vista en bancos. Usualmente no devenga intereses y se maneja por medio de una libreta de cheques.
- **Cheque:** Es un título valor por medio del cual una persona llamada girador (quien posee una cuenta bancaria gira el cheque), ordena a un banco para que pague una determinada suma de dinero a la orden de un tercero llamado beneficiario.
- **Sobregiros:** Consiste en una modalidad de crédito que el banco concede a un cliente, para librar cheques hasta por una determinada suma, cuando no dispone de una parte o de la totalidad de los fondos. Esta operación puede ser autorizada previamente quedando definidas las sumas y el plazo por el que se otorga.
- **Tarjetas de Crédito:** Es un cupo de crédito rotativo aceptadas por el comercio como medio de pago con las que se puede adquirir bienes o servicios en los establecimientos afiliados al sistema, sin necesidad de portar dinero en efectivo.
- **Remesas al Cobro:** Consiste en un servicio que el banco presta a sus clientes mediante el cual actúa como intermediario para el cobro de cheques a cargo de oficinas de otros bancos localizados en plazas diferentes a la de la oficina donde el cliente tiene radicada su cuenta.

6.12 Títulos de Capitalización: Es un sistema de ahorro mediante la constitución de capitales determinados a cambio de desembolsos únicos o periódicos, con el atractivo de sorteos periódicos que consisten en determinado número de veces el desembolso al que se hace referencia.

6.13 Papel Moneda: Equivale a los billetes de curso legal emitidos por el Banco de la República, a diferencia de la moneda propiamente dicha de metal. Documento emitido por el gobierno y autoridad monetaria, para ser utilizado como dinero de curso legal.

6.14 Pagaré: Título valor mediante el cual una persona se obliga a pagar cierta suma de dinero en una fecha determinada. Generalmente, este documento se utiliza para respaldar todo tipo de préstamos. Este puede o no contar con garantías específicas, en donde el emisor fija la periodicidad de los pagos bajo el esquema de cupones o en su defecto puede ser pagado al vencimiento.

6.15 Letras de Cambio: En su acepción más genuina, es el Instrumento o título valor que da plena fe, de haberse celebrado un contrato de cambio mercantil, en virtud del cual, las partes contratantes (librado, beneficiario y endosantes) obtienen beneficios, gozando del privilegio de no necesitar escritura pública que justifique el título u obligación, pues para su validez y autenticidad, tan solo se han de cumplir con los requisitos previstos en la ley. De acuerdo con el artículo 441 del Código de Comercio Vigente, una Letra de Cambio Puede ser girada:

- A día fijo

- A cierto plazo de la fecha
- A la vista y,
- A cierto término vista.

6.16 Leasing: Es un método de financiación mediante el cual el acreedor compra y deprecia el bien que requiere el deudor, y este último tiene su usufructo, reconociéndole al acreedor un canon de arrendamiento si existe opción de compra al final del contrato de arrendamiento, el Leasing se denomina financiero. Si no existe, recibe el nombre de Leasing operacional.

7. COMPARATIVO CON EL MERCADO COLOMBIANO

7.1 COMPARATIVO COLOMBIA

El cuadro 1 resume los principales momentos del proceso de consolidación de las infraestructuras de negociación en UE y Colombia.

Diferencias temporales en los procesos de concentración de Europa y Colombia

EUROPA	COLOMBIA
Los Mercados de Valores nacen en Europa, hacía 1460 adquieren el concepto de Bolsa.	La historia narra que fueron necesarios 20 años de intentos fallidos, como el de la Bolsa Popular de Medellín en 1901, para consolidar finalmente la Bolsa de Bogotá. Entre 1905 y 1921 la actividad bursátil fue una realidad gracias al interés de los empresarios colombianos por crear un sistema idóneo para la transacción de valores.
En el año 2000 las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París se fusionaron para crear Euronext.	En el año 2001 se fusionan las bolsas de valores de Medellín, Bogotá y Occidente.
En 2002 las bolsas de Lisboa y Oporto se unieron a Euronext y el grupo adquirió el mercado de derivados londinense LIFFE22.	
Fusión intercontinental, En 2007 Euronext se fusiona con el grupo NYSE para formar NYSE-Euronext, el primer grupo mundial con operaciones en dos continentes. NYSE-Euronext cuenta en estos momentos con seis mercados de contado y ocho de derivados en los siete países en los que opera.	
El mercado europeo es robusto y flexible en la inclusión de nuevos inversionistas.	
En 2009 se completó la migración a la Universal Trading Platform, que ya incluye todos los mercados del grupo NYSE-Euronext, lográndose así uno de los objetivos de las fusiones entre mercados: la explotación de las economías de escala y alcance y las externalidades de red que permitirán seguir con la creciente inversión en la mejora de los sistemas de negociación.	
	En el año 2011 Colombia intenta fusionarse con la bolsa de valores de Lima, y no se logra por diferencias políticas.
	El mercado Colombiano pese a casi sus 100 años de historia es limitado e inflexible, debido a sus fuertes controles de contratación debido a derivados financieros provenientes del Narcotráfico.
	Los europeos ven a Colombia como un destino atractivo de inversión debido a que es una economía fuerte y con un crecimiento sólido, con instituciones democráticas y libres que la hacen un referente de seriedad en la región.

8. CONCLUSIONES

El mercado financiero europeo es diverso, complejo, creciente e interconectado debido a los grandes volúmenes de transacciones que se llevan a cabo entre las bolsas de este continente, la conexión intercontinental que tiene en este momento Europa sobrepasa por miles los deseos de Colombia siquiera de integrarse con sus locales fronterizos.

En Colombia se observa una fuerte restricción en la entrada y salida de capitales debido a las fuertes regulaciones bancarias que procuran evitar la circulación de

activos financieros derivados del narcotráfico, causando que el país no esté tan interconectado con los mercados financieros mundiales al punto que la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), presenta una oferta limitada en su canasta de acciones y la diversificación de productos financieros hasta ahora está comenzando a crecer.

El intento de fusión del año 2011 entre la BVC con sus homólogos de Lima y Santiago, ofrecía un panorama de interconexión atractivo y nuevo para el mercado financiero Colombiano debido a que hubiese permitido flexibilizar la dinámica de los capitales; esta fusión hubiese inyectando mayor liquidez al mercado y hubiese permitido que nuestros mercados financieros se transformaran en mercados más competitivos y diversos, en estos momentos lo más cercano a una integración es el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), que consiste en una integración bursátil transnacional entre las bolsas de valores de Perú, Chile y Colombia.

Respecto a la estabilidad, Colombia es una de las economías más blindadas de América Latina, debido a la administración conservadora del Banco de la República, motivada en parte por las lecciones aprendidas en la crisis de los 90 que si se pone en perspectiva, genera grandes similitudes entre lo ocurrido en Colombia para esa época y la Crisis Financiera Internacional del 2008 que propicio la caída del superávit financiero sueco producto de los procesos de privatización que se vieron afectados por la caída del sistema financiero global.

Es clara la diferencia entre Europa y Colombia, los problemas coyunturales de nuestro país hacen que la competitividad haya sido afectada por la violencia generada por el narcotráfico y sus diferentes actores, además de los continuos actos de corrupción que históricamente han desangrado las arcas de la nación, nublando la visión sobre lo que en esencia es importante.

Es importante y notable el gran avance de Colombia en el ranking suscitado por el Foro Económico Mundial, donde cada año desde la última década, se ve la evolución positiva de la competitividad colombiana debido a las mejoras sustanciales en el clima de seguridad que han posibilitado la inversión extranjera, generando un crecimiento económico sostenido en el tiempo.

Es importante y necesaria la paz para Colombia, ya que con ella se podrían destinar todos los esfuerzos para potenciar la educación como el pilar fundamental que genera crecimiento económico, inclusión social, tolerancia entre nuestros ciudadanos, capacidad de innovación y un aumento considerable de la productividad, tal y como sucede en algunos países de Europa.

Es relevante recalcar que no saltaremos a los primeros lugares de la competitividad si no comenzamos por prepararnos a nivel personal, colectivo y productivo; las exportaciones deberán experimentar y tener como objetivo la generación de valor agregado en toda su cadena; además en buscar la inserción

de Colombia en un contexto globalizado caracterizado por la prestación eficiente de servicios, la generación de tecnología y la propiedad intelectual como generadores de divisas mediante la inversión en ciencia, tecnología e investigación.

Finalmente, es necesario que Colombia se integre e internacionalice en los mercados mundiales con el fin de generar el crecimiento anhelado, el cual debe ser fruto de la preparación de todos nosotros como nación.

Tareas pendientes

Lo más importante en este tiempo aún por encima de atraer más inversión del exterior, es que existen por delante una cadena de asuntos que deben priorizarse para que el mercado acelere su desarrollo. Como primera medida las empresas deben ser mucho más eficientes para lograr reducir los costos de operación. Como todos sabemos, las cantidades pequeñas de inversión no son rentables para los puestos de bolsa ni para los inversionistas, pues las comisiones consumen una parte importante de los recursos.

Sería importante revisar la estructura de los procesos, "desde los trámites que se deben realizar para la apertura de la cuenta, hasta la efectiva liquidación de la inversión, con el fin de lograr minimizar los costos en las transaccionales y poder llegar a estándares internacionales".

Colombia esta adelantada en tecnología para el desarrollo de las actividades del mercado bursátil, pero aún y pese a la evolución tecnológica, aún existen procesos manuales en las empresas, que deben ser automatizados. Ecopetrol fue un gran reto y se logró llegar a un espectro amplio de inversionistas como no se había visto, pero hoy día muchos sufren para vender sus acciones en el mercado porque los costos fijos son aún altos en operaciones de menor tamaño".

Procurar las fusiones regionales del mercado de Valores con el fin de ampliar los espectros inversionistas sin perder el control normativo y fortaleciendo las regulaciones de los evolutivos cambios.

BIBLIOGRAFIA.

Overblog. El Mercado de Valores Español (Online). Disponible en: es.overblog.com

Wikipedia. Bolsa de Paris. (Online), Disponible en: es.wikipedia.org

Monografías. Bolsas del mundo. (Online), Disponible en: www.monografias.com

Iosco, Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), Disponible en: <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=histo>

Autoridad Europea de Valores (ESMA), (Online), Disponible en: <http://www.esma.europa.eu> - Informe de 2011

CNMV – Comisión Nacional de Bolsas de Valores. (Online), Disponible en: www.cnmv.es. Consolidación de Infraestructuras.

Abc Bourse, Structure du Marché Français (Online). Disponible en: www.abcbourse.com.co.