EL MERCADO DE CAPITALES DEL FUTURO Y LAS BOLSAS DE VALORES

Nuestro sistema financiero se encuentra, en la actualidad, sometido a un proceso de revisión capaz de acomodarlo a las nuevas situaciones que demandará el ingreso de España en la Comunidad Económica Europea. El mercado de capitales, segmento fundamental del sistema, es quizás uno de los aspectos de la integración que requiere un análisis más cuidadoso por las implicaciones que la adhesión producirá, inexorablemente, en su estructura y comportamiento. **Francisco Fernández Flores** se ocupa en este trabajo de determinar el grado de eficiencia del mercado y las previsibles reformas que habrán de introducirse en sus características vigentes, teniendo presente un hecho poco examinado hasta el presente, como es el de la nueva configuración del Estado tal y como la establece la Constitución de 1978. El llamado «Estado de las autonomías» comporta una circunstancia nueva de primera magnitud, no sólo desde el ángulo de la integración en la CEE, sino en lo que atañe al diseño del propio mercado nacional de capitales, donde puede producirse una fragmentación de consecuencias imprevisibles. Bajo estas consideraciones, el autor propone las líneas maestras de una estrategia global del mercado y de una acomodación específica en el campo de lo bursátil, con el objetivo de lograr un engarce relativamente cómodo con el resto de los países que componen el Mercado Común, una vez llegado ese momento.

I. DELIMITACION DEL TEMA A TRATAR

EL futuro del mercado de capitales en nuestro país está marcado, inexorablemente, por un constante perfeccionamiento estructural capaz de dotarle de un tal grado de eficiencia que le permita asumir, con las máximas probabilidades de éxito, no sólo el reto al que le someterá una dinámica de desarrollo económico y social que debe satisfacer, cada vez con mayor intensidad, las demandas de una comunidad, como la española, paulatinamente incrementada en lo demográfico e incesante en la demanda de superiores niveles en sus formas de vida, sino su previsible, y deseable, integración en los mecanismos financieros de la CEE.

Para intentar establecer, lo más nítidamente posible, las fronteras de nuestra investigación, estimo que se debe partir de la concreción de dos premisas fundamentales: primera, una actualizada delimitación del concepto de *mercado de capitales,* y segunda, unas ciertas consideraciones sobre el principio de *eficiencia* aplicado a dicha noción.

1. Mercado de capitales

Con la expresión «mercado de capitales» se alude, de ordinario, a un determinado segmento de lo que, generalizando, se ha bautizado como el *mercado financiero;* términos que se refieren, en cada momento, al importe global —bien a escala nacional o internacional— de la oferta y demanda de fondos prestables y a las condiciones financieras y técnicas que regulan el trasvase de los mismos de unos sujetos económicos (oferentes) a otros (demandantes) (1).

Es tradicional, cuando se tratan temas relacionados con el mercado financiero, más que nada a efectos metodológicos, distinguir en su estructura dos grandes compartimientos: los comúnmente llamados *mercados monetarios o de dinero* y el *mercado de capitales.* La distinción entre ambas categorías conceptuales radica, esencialmente, en la duración temporal de las operaciones que en cada uno de ellos se formalizan, prescindiendo a menudo de las técnicas utilizadas para ello. En el mercado de dinero se negocian fondos prestables a corto plazo, bien bajo la forma de concesión de créditos propiamente dichos —tanto entre las propias instituciones financieras (mercado interbancario, redescuentos), como entre éstas y el resto de las entidades del sistema que lo demandan (descuentos y aceptaciones, póli-

zas, etc.)—, o con la modalidad de emisión de ciertos títulos valores (bonos y pagarés del Tesoro público, pagarés de empresas y bancos, certificados de depósitos, etc.) que son suscritos por los ahorradores, individuales o colectivos (institucionales). En el mercado de capitales se negocia con fondos disponibles a medio y largo plazo, fundamentalmente a través de la concesión directa de créditos y préstamos, o bien, lo que es usual, mediante la emisión y puesta en circulación pública de valores mobiliarios *(mercado de emisiones* o primario), por parte de las empresas privadas (acciones, obligaciones), las instituciones financieras (cédulas y bonos hipotecarios, bonos de caja, etc.) o, en un sentido amplio, por el propio Estado y demás entidades públicas (deuda pública, títulos de renta fija avalados por el Estado, etc.). Las *Bolsas de valores* (mercados organizados y oficialmente reglamentados), incrustadas teóricamente en los mecanismos del mercado de capitales, cumplen la función, fundamental entre otras diferentes que se le asignan, de dotar de liquidez y movilidad a los fondos invertidos por cualquiera de los cauces que ofrece el mercado primario de valores (2). Al logro de cometidos similares, aunque referidos principalmente a los activos del mercado monetario, contribuye la existencia de ciertos *mercados libres* (también llamados «mercados negogociados») (3) que se desenvuelven por cauces muy heterogéneos y amplios: canales de comercialización de las propias instituciones financieras, actividades de los *brokers* o intermediarios de las más diversas condiciones (agentes de Bolsa, corredores libres, entidades mediadoras específicas del mercado de dinero, etc.) (4).

La realidad nos muestra, sin embargo, que la pretendida claridad de la estructura expuesta en el párrafo anterior no es tan fácilmente identificable en el grado de desarrollo que actualmente se advierte en los diferentes mercados nacionales de los países más desarrollados (5). Por una parte, porque las expresiones mercado de dinero y mercado de capitales incluyen, de hecho, un conjunto de numerosos mercados con unas características peculiares que los distinguen entre sí. En segundo lugar, porque el criterio básico en el que se asienta la idea tradicional, ha dejado de tener hoy en día la nitidez de contornos con que antaño se dibujaba. Así, el cómputo de la temporalidad de las operaciones no es interpretado de idéntica manera en todas las latitudes. Generalmente se admitió, hasta no hace mucho tiempo, que en el corto plazo los vencimientos no se alargaban a más de dieciocho meses, aunque no dejasen de existir países que, como Canadá, colocaran el límite máximo en tres años. Recientemente, con una visión más certera, impuesta por la dinámica de los tiempos que corren, el plazo superior aceptado generalmente no supera el período del año. Igualmente ha sucedido con la delimitación del plazo medio, establecido inicialmente entre tres y diez años, y ahora reducido a entre uno y cinco. Por otro lado, no es menos cierto que las Bolsas de valores, habiendo abandonado su papel residual en el contexto del mercado de capitales, han pasado a obtener un rango de primera magnitud como canalizadores de operaciones también propias del mercado de dinero y, sobre todo, como vaso comunicante insustituible entre las dos modalidades del mercado financiero repetidamente citadas. Y lo mismo ha sucedido con los mercados libres, los cuales han desarrollado cada vez con mayor énfasis un verdadero mercado de títulos propios del de capitales, invadiendo la esfera de competencias que, teóricamente, se había atribuido desde siempre a las Bolsas. Por último, la aparición de *otros tipos de mercados* difícilmente clasificables, tales como el de *futuros financieros,* creado en USA hace sólo unos pocos años e imitado recientemente en otras latitudes (en 1980 se instituyen en Sydney y Toronto, y en 1982 en Londres, «London Financial Futures Exchange») (6), o el *mercado de opciones* (iniciado en Chicago, en 1973, mediante la fundación del «Chicago Board Options Exchange»), configuran un esquema tan heterodoxo según los cánones de la concepción tradicional que, por fuerza, debemos plantearnos la duda de si es adecuado trabajar en las circunstancias actuales, y escudriñando el futuro que ya se adivina, sobre un diseño que entendemos obsoleto (7). Por lo expuesto, y con una finalidad fundamentalmente sistemática, consideramos que sería útil el intento de reclasificar —aun reconociendo sus dificultades— la tipología del mercado aludida, aunque sólo fuese para coadyuvar a la deseada claridad que pretendemos darle al tratamiento de los temas objeto de estudio.

Bajo este prisma, vamos a distinguir en el mercado financiero dos vertientes distintas a las ya expuestas, basándonos en las *técnicas de instrumentación* de

las operaciones que en él se conciertan. Y por ello es posible separar las formalizadas mediante la *técnica directa* de la concesión de créditos, principalmente entre entidades financieras y entre éstas y las empresas y particulares (mercado interbancario; descuento de efectos; pólizas de crédito y préstamo, preferentemente) y aquellas que utilizan la *técnica indirecta* de la emisión de títulos valores, captando el ahorro en general y difundiendo el riesgo asumido por el prestatario entre una masa importante de inversionistas. Por aplicación de este criterio, se puede identificar la existencia de dos mercados bien diferenciados: el *mercado crediticio* y el *mercado de títulos-valores* (8). Para este esquema es irrelevante la duración temporal de las operaciones concertadas (9). Como es fácil suponer, al igual que se comentaba en líneas anteriores al anotar la interdependencia entre los mercados monetario y de capitales, la que se produce entre los ahora acuñados es igualmente profunda y su condicionamiento mutuo indiscutible. Gran cantidad de fondos obtenidos en el mercado de títulos son canalizados al de crédito (principalmente a través de las emisiones de renta fija efectuadas por instituciones financieras), y a veces puede suceder exactamente lo contrario (caso de préstamos para difusión de propiedad mobiliaria; operaciones bursátiles con crédito al comprador y vendedor; operaciones *report;* etc.) (10).

A partir de las consideraciones expuestas, nuestro análisis se centrará exclusivamente en el que hemos denominado *mercado de títulos valores,* segmento del mercado financiero donde se produce el encuentro del ahorro —llámese de «reserva» o «creador» (Charles Rist)— con las necesidades de financiación que demanda tanto el sector privado como el público de la economía, mediante la utilización de la técnica indirecta de la emisión de títulos, y cuya movilidad ulterior garantiza la existencia de los mercados secundarios, organizados o negociados.

Pero la amplitud de la expresión «mercado de títulos valores» nos obliga a efectuar unas ulteriores consideraciones. En primer lugar, que en el *mercado primario* cabe establecer la distinción entre el mercado de *títulos de riesgo* y el de *títulos de rentabilidad,* identificando el primero con la emisión de títulos-acciones y el segundo con el de valores de renta fija, si se atiende al carácter con que el inversionista realiza la colocación de sus ahorros (11). En este segundo mercado, se deben diferenciar, el de *activos públicos* y el de *activos privados,* si se toma en consideración tanto la naturaleza jurídica —pública o privada— de los demandantes (emisores de los títulos) como el menor o mayor grado de riesgo asumido por los oferentes (inversionistas, colocadores de fondos) y la técnicas, obligadas o voluntarias, aplicables para su difusión. Por último, y en función de las características del activo emitido para la negociación en los mercados secundarios —para su «mercadeo»—, es decir, en función de su riesgo, liquidez y plazo de tiempo durante el cual pueden ser contratados, es conveniente separar el *mercado de activos cuasi-monetarios* (que implican mínimo riesgo, una elevada liquidez y un plazo corto de vencimiento que, aceptando el común sentir, podría fijarse como máximo en un año) y el *mercado de activos de renta fija propiamente dicho,* para los que, además de ser emitidos con un término de vencimiento superior a un año o, incluso, sin plazo fijo de amortización, el riesgo es superior y la liquidez más problemática.

Con las limitaciones de tratamiento que se identifican a continuación, el estudio versará exclusivamente sobre aspectos del mercado de títulos valores, obviando cuanto se refiera al mercado crediticio, salvo que —tangencialmente— se requiera alguna expresa referencia a concretos aspectos del mismo.

2. La eficiencia del mercado

Las conclusiones que puede aportar un análisis del mercado de valores, en el sentido y con el alcance anteriormente mencionado, nos deben conducir a determinar si en su estructura y su funcionamiento se alcanzan los objetivos ideales de la *eficiencia;* es decir, si cumple adecuadamente la finalidad que, al menos teóricamente, se le atribuye. De aquí que debamos efectuar unas consideraciones, por fuerza breves, sobre el significado de la *eficiencia del mercado.*

A nuestro entender, la noción de eficiencia del mercado financiero ha de ir unida, por principio, al modelo de organización social y económica de la comunidad política donde se desenvuelva. En un *sistema dirigista o de planificación central,* en el que todas las decisiones económicas deben adaptarse férrea-

mente a las directrices diseñadas por las autoridades políticas, la eficacia del sistema financiero vendrá determinada por el grado de cumplimiento de las prescripciones del plan previamente elaborado. Cuando la organización de la economía de un país se basa en la admisión de un *sistema de economía de mercado,* o liberal, presidido —como indica Ariño (12)— por la soberanía del consumidor, la libertad de precios, la libre competencia, el principio del beneficio y la libre decisión empresarial (todo ello sobre la base de la propiedad privada de los medios de producción), es lógico pensar que la eficiencia del sistema financiero será tanto mayor cuanto más ayude a que se produzca la asignación de recursos con criterios de racionalidad económica. En los sistemas de *economía social de mercado,* en los que coexisten aspectos de los dos sistemas citados anteriormente (13), la eficiencia del mercado deberá analizarse de acuerdo con las coordenadas que, tanto en la esfera del sector privado como en la del público y en su misma conjunción, enmarquen las reglas de juego de la libertad económica. De aquí que, fundamentalmente, el peso que el sector público tenga en el conjunto de la economía de cada país deba ser el factor determinante para tratar de medir el grado de eficiencia de su sistema financiero.

De cualquier forma, la noción de eficacia de un sistema financiero —como ha señalado un documento de la OCDE (14)— «es muy difícil de determinar objetivamente», aunque no por ello, situados ante un concreto sistema social de organización económica, dejemos de identificar algunas de las principales características que configuran el concepto.

Si partimos de la ambigua perspectiva del modelo económico que inserta la Constitución española de 1978 (15), admitiendo que por sus principios inspiradores, filosóficos y políticos, deba ser de general aplicación el sistema de economía libre de mercado —subordinado en ciertas materias al interés general de la economía, que permite la introducción de excepciones o correctivos—, estimamos que pueden establecerse unas bases, siquiera mínimas, que nos ayuden a determinar el grado de eficiencia del mercado español en el momento actual y la posible corrección de sus imperfecciones para el futuro.

En un sistema como el nuestro, la medición de la eficacia se sitúa en el nivel de cumplimiento del objetivo esencial de «servir de intermediario entre el ahorro y la inversión, creando, por un lado, las condiciones de remuneración, seguridad y liquidez que fomenten la canalización del ahorro hacia la inversión productiva y estableciendo, por otro lado, las características de disponibilidad, coste y plazo en la financiación a otorgar, para que los recursos se asignen a aquellas actividades y proyectos que sean económicamente más deseables» (16).

3. Medición de la eficiencia del mercado

A nuestro entender, varias y complejas son las *condiciones* que deben ser tomadas en consideración, en el conjunto de un hipotético mercado de capitales en *situación estática,* para que pueda tratar de medirse su grado de eficiencia. Telegráficamente expuestas, cabría resumirlas de la siguiente manera:

A) *Dimensión.* El primer factor que, indudablemente, influye en la eficiencia del mercado es el de su *dimensión absoluta* que —como indica la OCDE (17)— comporta evidentes ventajas comparativas, toda vez que esta capacidad, medida por la importancia de los flujos que transitan por el mercado, condiciona evidentemente la posibilidad de efectuar grandes operaciones, permitiendo reducir los gastos de intermediación de una forma considerable. La capacidad del mercado USA es sensiblemente igual a la suma de los mercados japonés y europeo, de donde se infiere la existencia de claras ventajas competitivas. Frente al dato de la dimensión absoluta del mercado, tal vez deba ofrecerse la consideración de su *dimensión relativa,* es decir, de su comparación con otras magnitudes económicas de significación estrictamente interna, para juzgar de su posible estrechez en orden a las finalidades que se le asignan dentro del sistema económico del país considerado. En este sentido, en el reparto de los recursos disponibles entre las diferentes modalidades de financiación de la formación bruta de capital, se mostrará el peso relativo del mercado y, por tanto, su eficiencia en el terreno de la práctica. Dentro del conjunto del sistema, un índice evidente vendrá determinado por el respectivo porcentaje de participación del mercado de capitales frente al resto de las fuentes de financiación a disposición

de los agentes económicos (principalmente, del mercado del crédito). A partir de los datos comparativos de diferentes países, podría establecerse que una contribución que oscile en una banda del tenor del 20 al 30 por 100 podría estimarse como satisfactoria.

B) *Fluidez.* El elemento principal de los mercados de capitales parece consistir, utilizando términos que expresan el sentir de la OCDE (18), en su *fluidez,* conjunto de características difíciles de definir, que comprendería una competencia activa entre intermediarios financieros, una gama amplia de instrumentos de inversión financiera, de financiación a disposición de los ahorradores y de capital, la movilidad de fondos de un compartimiento a otro, medios abundantes de información, etc. Estas cualidades son, sin duda, el elemento decisivo de la eficacia de los mercados financieros, pero difíciles no solo de analizar sino de cuantificar. No existe un índice simple capaz de medir la elasticidad de un mercado. Este dependería de la facilidad con la cual las fuentes y las demandas de fondos puedan ser desplazadas de unos mercados a otros, respondiendo a indicaciones de cambio de equilibrio impuestas por variaciones del tipo de interés y otras condiciones del mercado.

El grado de flexibilidad —antítesis de la *rigidez*— viene establecido en función del factor determinante de la *intervención* de los poderes públicos en el desenvolvimiento del mercado. A mayor libertad, superior índice de elasticidad; a más intervención, mayor rigidez. No se trata, en puridad, de una medida de carácter cuantitativo —como es lógico—, sino fundamentalmente cualitativa; valorable, en esencia, por sus efectos en orden a la asignación voluntaria de los recursos a las actividades y proyectos que el titular de aquéllos estime, en cada momento, los más aconsejables económicamente.

Este complejo principio de la elasticidad, de la fluidez del mercado, debe descomponerse, para su posible aplicación comparativa en la práctica, en varios aspectos parciales de indudable trascendencia. Identificamos, sin ánimo exhaustivo, por supuesto, los siguientes:

a) Desde el punto de vista de la *demanda de fondos.* Un mercado eficiente: 1) debe permitir el acceso al mayor número de *instituciones,* tanto públicas como privadas y cualquiera que sea su condición y «tamaño», en el mismo grado de igualdad; 2) debe proveer a los usuarios de una *amplia gama* de posibilidades, tanto en sus características formales como materiales. En este sentido, el ejemplo del mercado estadounidense (19) es evidente, porque en él se pone de manifiesto, con la mayor claridad, el aspecto dinámico que conlleva la constante renovación a que está sometido su sistema financiero; 3) debe evitar la existencia de *circuitos privilegiados* en la captación de fondos, porque de otra forma se permite a ciertas categorías de demandantes acceder al mercado en condiciones no competitivas, o claramente privilegiadas, que distorsionan el mercado (v. gr.: emisión de activos automáticamente pignorables en el banco central, o computables a efectos de coeficientes obligatorios de inversión, etc.). La influencia que un correcto funcionamiento del mercado de capitales ejerce sobre la eficiencia del sistema empresarial de un país ha sido claramente subrayada por la doctrina que se ha ocupado de su análisis (20).

b) Por lo que se refiere a la *oferta de fondos,* un mercado flexible deberá ofrecer a los inversionistas: 1) una extensa red de modalidades alternativas de activos financieros para colocación de sus fondos, competitivos tanto en plazo como en remuneración (21); 2) la máxima libertad al ahorro para la adquisición de los activos que considere más convenientes y, en este sentido, la *supresión* de cualquier procedimiento que implique la existencia de flujos de *ahorro vinculado,* ni en cantidad ni en finalidad; 3) que proporcione una *remuneración real,* de mercado, al ahorro, huyendo de una incentivación —fiscal o de cualquier otra índole— que coadyuve a distorsionar la formación de un tipo de renta distinto del que pueda fijar la libre competencia; 4) que permita el acceso del *ahorro exterior* a los circuitos del mercado, en las mismas condiciones que el ahorro interno —no discriminación por razón de procedencia—; 5) que potencie la creación de *instituciones de intermediación* capaces de operar con una óptica más amplia que la del inversionista individual (sociedades de cartera; fondos de inversión, de pensiones y de dinero; sociedades *holdings,* etc.).

c) Una potente y diversificada gama de *intermediarios* crea las condiciones necesarias para un eficaz desarrollo del mercado. De aquí que sea preciso el establecimiento de un adecuado sistema de libertad, aunque debidamente vigilado en su funcionamiento (22), que evite ele-

vados *costos de intermediación,* incentivando el recurso al mercado por parte de los demandantes de fondos. El proceso de *desintermediación* financiera, que debe ser entendido, más que como una ampliación «agresiva» de la competencia entre intermediarios, como una racionalización de los campos de actuación de cada uno de ellos (es decir, como una cierta especialización), propenderá a acercar más a los demandantes y los oferentes de ahorros, eliminando distorsiones que se traducen en un encarecimiento innecesario de los recursos.

d) Al referirse a la *eficiencia de los mercados secundarios* de valores, la doctrina ha colocado su acento, esencialmente, sobre una de las características más visibles de los mismos: la posibilidad que prestan en orden a la movilidad de las inversiones *(liquidez);* señalando que un mercado será tanto más eficiente, cuanto ofrezca al inversionista una mayor facilidad para colocar o desinvertir sus ahorros.

El peso que alcancen, dentro del sistema, los mercados —organizados o negociados— de valores dependerá, en última instancia, de la sofisticación de su propia estructura institucional. Para algunos autores, el reforzamiento del grado de concentración del poder económico y financiero, las posiciones cuasimonopolísticas de las grandes empresas, la progresiva contracción del mercado de acciones por la congelación de los grandes valores de los inversionistas institucionales, han producido un fenómeno de cierta desafección respecto del mercado que lo ha constreñido dentro de unos límites de desarrollo realmente estrechos (23). Esta postura, que responde a consideraciones históricas de la época en que fue enunciada —crisis de 1929 y de 1945 a 1960—, ha sido felizmente superada por circunstancias más recientes, que han puesto de manifiesto la necesidad de contar con ágiles mercados secundarios capaces de colaborar —como subraya Demaría (24)— «con los grandes centros de la política económica y las diferentes instituciones y autoridades a las que compete la dirección de la economía en general, manteniendo duraderamente las condiciones del equilibrio económico necesario para un desarrollo equilibrado de las inversiones». Ha sido Lintner (25) el encargado de refutar claramente la pesimista visión de Berle y Means, señalando cómo la ausencia de un mercado secundario eficiente ha dado lugar a un empeoramiento continuado de la estructura financiera de las empresas. Por otro lado, diferentes documentos oficiales de la época han puesto de relieve, dentro del contexto genérico del sistema financiero de cada país, la necesidad de contar con eficaces mercados secundarios de valores (Informes Radclife, Lorain, De Voghel, Comisión Real Canadiense, Comisión USA sobre moneda y crédito, Baumgartner, Perouse y el recientísimo Informe Gower sobre el mercado inglés).

Parece indudable que, en sede de mercados secundarios, sin desconocer la importancia que puedan alcanzar los que denominamos mercados negociados, deba confiarse a las *Bolsas de valores,* en primer término, y a los llamados *mercados paralelos* (26), subsidiariamente, el papel hegemónico en la tarea de coadyuvar al logro de la eficiencia general del sistema financiero.

Modernamente, la doctrina, al analizar la eficiencia de las Bolsas de valores, pone el énfasis casi exclusivamente en el hecho de que el mercado que asuma, lo más instantáneamente posible, cuanta información pueda recibir respecto a los títulos en él negociados, con un reflejo inmediato en su *nivel de precios,* será considerado como más o menos eficiente según el grado de asimilación que sea capaz de obtener y transmitir (27).

A nuestro entender, la eficiencia del mercado bursátil no debe ser citada, exclusivamente, en términos de determinación de precios porque, aunque debamos reconocer que éste es un aspecto esencial en lo que pueda alentar una óptima asignación de los recursos y una valoración adecuada de las empresas en un mercado libre, es necesario que se conjugue con otras *cualidades estructurales* que ayuden a una eficaz conformación de aquél. Porque —como escribe Collarini (28)— la eficiencia de la Bolsa depende, en gran medida, de la propia situación del mercado financiero y del ambiente de formación y desarrollo del ahorro. Un mercado es eficaz si, *además* de lo indicado, cumple una serie de *funciones* que, según el contexto práctico en que deba desarrollar sus actividades, le son atribuidas y que, por ello, como ha puesto de relieve Scognamiglio (29), cambian no sólo en el tiempo, sino también en el espacio. De aquí que pueda pensarse que la eficiencia de la Bolsa dependerá: 1) de una adecuada organización estructural del propio mercado, en el ámbito de cada comunidad política,

evitando lo que se ha definido como una «fragmentación» del principio general de la «unidad» del mercado (30); 2) de una amplia red de canales de intermediación entre el ahorro y la inversión, que puedan operar tanto a escala nacional como internacional y que sean capaces de recoger, valorar y transmitir cuanta información pueda ser útil al mercado; 3) de la existencia de potentes «intermediarios bursátiles», que puedan imprimir a las negociaciones de los valores una dinámica de competitividad que potencie los volúmenes de contratación de los mismos; 4) de la amplia gama de alternativas operativas que ofrezca para permitir la rápida monetización o la movilidad del ahorro, dentro del propio mercado, de unas opciones de inversión a otras y en el momento en que se desee; 5) de su interconexión con los mercados exteriores, constituyendo el camino idóneo para el acceso del capital exterior al sistema financiero interno, facilitando, al propio tiempo, la contratación de valores extranjeros; 6) de las posibilidades que presente para constituir, en un determinado momento, el cauce adecuado para la puesta en circulación de títulos valores (canal subsidiario del mercado de emisiones); 7) de las facilidades que otorgue a todo tipo de empresas, cualquiera que sea su dimensión, para su acceso a la financiación utilizando el mercado de valores (31).

Una *Bolsa de ciclo integral,* es decir, capaz de cubrir todas las fases de la vida de los activos financieros, constituye el vehículo ideal para cumplir otro de los postulados esenciales de la institución: la democratización de la inversión. Al permitir que el mayor número de ahorradores accedan a la propiedad de los resortes económicos de un país, contribuye a reforzar su estabilidad social y política (32).

Pero un mercado de capitales en el que se dieran todas y cada una de las circunstancias expresadas con anterioridad necesita contrastar su funcionamiento en una *situación dinámica,* es decir, demostrar que cumple los objetivos que se le asignan dentro del sistema financiero en general; principalmente, el proporcionar una adecuada financiación a las entidades y, por tanto, cubrir la parcela que le corresponde en orden al incremento del desarrollo económico del país. De aquí que, en tal hipótesis, no pueda olvidarse, tanto por razones históricas como políticas y económicas, que la *intervención de la autoridad pública* en el funcionamiento de los mercados financieros y, por tanto, en el de capitales, se entienda claramente justificada y por ello debamos admitir que las incursiones de la Administración en el desenvolvimiento del mercado —y aún a veces en el diseño de su estructura—, en ciertas circunstancias, responde a planteamientos perfectamente ortodoxos en una economía libre de mercado. En consecuencia, introduciendo una matización en función de la concurrencia de ciertas razones de entidad, la necesaria intervención del poder público añade un nuevo matiz en la *eficiencia* del mercado: el acento *coyuntural,* que implica admitir que, frente a desviaciones impuestas en la dinámica del libre juego de las fuerzas del mercado, la autoridad pública, excepcionalmente, interponga su acción para restaurar el perdido equilibrio.

4. Temas objeto de análisis

Un examen pormenorizado de la realidad presente y de las perspectivas futuras, a la luz de las distintas ideas esbozadas con anterioridad, exigiría, en su específica referencia al caso español, una disquisición tan compleja que sería, por nuestra parte, pretencioso intentar abarcarla en una ocasión como la presente, limitada por razones que los lectores intuyen y que parecería superfluo tratar de justificar ahora.

Por ello, hemos creído conveniente ceñirnos al examen de dos temas, que entendemos primordiales, y a la somera exposición de una serie de consideraciones sobre el resto de las cuestiones que se han esbozado con anterioridad. Los puntos que fijarán nuestra atención preferente son los siguientes: primero, la organización estructural del mercado bursátil español, a la luz de los principios constitucionales y de los diferentes estatutos de autonomía, que pueden provocar una fragmentación del mercado, cuyas consecuencias, en el futuro que se avecina, pueden llegar a ser imprevisibles; segundo, la situación en que se encuentra nuestra Bolsa frente al reto que le impone una próxima integración en el área de la CEE, primer paso para una plena y deseable internacionalización de nuestro mercado de valores. Dos temas que consideramos en el primer plano de la actualidad y que, paradójicamente, tal vez porque se reconozcan sus riesgos, no han sido debatidos hasta el presente.

II. LA EFICIENCIA DEL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

En un informe sobre la situación del mercado de valores en España y sus posibilidades de reforma que publicamos hace años (33), proponíamos la adopción de una serie de expedientes para incrementar el grado de eficiencia del mismo. Muchas de las medidas que entonces se esbozaron constituyen hoy una gozosa realidad; otras, tal vez superadas por las circunstancias excepcionales que se han producido desde que tal informe vio la luz, continúan esperando su puesta en práctica una vez debidamente *aggiornadas.*

El resultado de la evolución que, para el propio mercado, supusieron las reformas introducidas en los últimos años —a las que haremos puntual referencia posteriormente—, debe calificarse, en general, de ampliamente positivo. Pero esta conclusión merece ser matizada para enmarcarla dentro de sus justos términos.

Las «dimensiones» de nuestro sistema económico constituyen un punto de partida obligado que, por su propia entidad, no permite grandes innovaciones en el campo financiero. Pero es que, además, por nuestra propia idiosincrasia, las reformas en general, y las efectuadas en este campo en particular, no son sino simples «adaptaciones» de modelos o conductas ya experimentados en otras latitudes. Ello implica que nuestra puesta al día se produzca siempre con retraso y en inferioridad de condiciones respecto al resto de los países.

Por ello, como pone de relieve Gil (34), el proceso de transformación al que se ha visto sometido en los últimos años nuestro sistema financiero, ha debido realizarse bajo el signo de la «aceleración», para ganar en el menor tiempo posible las etapas que otros países consumieron en un mayor plazo de años.

Las circunstancias por las que ha ido atravesando el camino de la modificación del sistema financiero español han sido objeto de cuidadosos estudios desde todos los puntos de vista (35), lo cual nos evita repetir conceptos ya conocidos en este lugar. De todas formas, entendemos que las principales novedades se han introducido como consecuencia de dos hechos acaecidos en el pasado reciente: por un lado, la irrupción violenta del Estado en el mercado de capitales; por otro, la instrumentación de un mercado de activos cuasi-monetarios que han potenciado tanto los mercados secundarios oficiales como los negociados, acentuando el nuevo carácter de las Bolsas como instituciones puente entre los mercados clásicamente reconocidos como monetarios y de capitales.

La primera consecuencia que ha producido la situación señalada se ha manifestado en el mercado primario en dos aspectos esenciales: 1.°, la *ampliación de la gama de títulos* que se ofrecen a la inversión, mediante la introducción de una serie de nuevos activos financieros, y 2.°, la *modificación de las condiciones* en que tradicionalmente se ofrecían los activos clásicos de nuestro mercado.

El sector público es el protagonista de una de las novedades más interesantes que se han producido en los últimos tiempos. Nos referimos a la aparición de los *pagarés del Tesoro,* títulos representativos de la deuda pública a corto plazo que, aún contando con precedentes de cierta antigüedad (36), han adquirido su fisonomía actual a partir de 1981, configurándose como un medio idóneo para la financiación del déficit público. Por sus características (37) y el régimen fiscal al que se encuentran acogidos (38), constituyen hoy en día una de las opciones de inversión que gozan de mayor favor entre los ahorradores. No obstante, debemos reconocer que su éxito ha producido un claro estrechamiento de la oferta de ahorro para el sector privado. Este había comenzado su reforma bastantes años antes, con la aparición de los *certificados de depósito* en 1969 (39), y continuado con la adaptación a nuestras prácticas financieras de las «aceptaciones bancarias» anglosajonas (40) mediante la emisión de las llamadas *letras de bolsa,* y del *commercial paper* (41) con la puesta en circulación de los *pagarés de empresa* (42) y los *pagarés bancarios,* cuyo éxito ha ido parejo a las tasas de rentabilidad que ofrecen y, lo que es más importante, a la amplitud de sus mercados secundarios (liquidez).

En el mercado de emisiones de títulos de *renta fija a medio y largo plazo,* ante la competencia que significan los activos cuasi-monetarios, las entidades emisoras han debido variar sustancialmente algunas de las condiciones que, en el pasado y apoyadas en las muletas que significaron los circuitos privilegiados de colocación, se fijaban de espaldas por completo a las demandas del propio mercado.

Así, los *plazos de vida* de las emisiones se han acortado claramente; las *rentabilidades* ofrecidas, salvo en casos muy específicos y en los que se conceden beneficios de orden tributario, se han acomodado a las imperantes en el mercado y, sobre todo, acompasado a las que se manifiestan en las operaciones de crédito; las tradicionales emisiones de obligaciones han *cambiado su fisonomía,* emitiéndose obligaciones convertibles, bonos de caja, bonos eléctricos, cédulas hipotecarias, bonos cupón cero, bonos con tipos de interés flotante (en base a variados índices como el cambio oficial del dólar USA sobre la peseta, o con relación al tipo de interés de la deuda pública o al tipo preferencial de los Bancos), etc., que tratan de añadir nuevos atractivos para la colocación del ahorro.

Si el ensanchamiento del mercado de emisiones por el lado de la gama de títulos no puede ser negado en absoluto, no puede predicarse lo mismo si nos referimos a sus *usuarios.* En este aspecto, el mercado español continúa siendo raquítico. Un análisis de los demandantes de fondos muestra claramente un efecto de *crowding out* espectacular; el sector público está constriñendo el protagonismo del sector privado hasta límites insospechados, invirtiendo una tendencia normal que concedía a éste el lugar privilegiado en la captación del ahorro a través de la emisión de títulos (43). Al propio tiempo, y dentro del sector privado, se agudiza la extremada concentración sectorial que, desde siempre, constituía una característica negativa de nuestro mercado (44). Por el lado de la oferta, es evidente que se está produciendo una desafección hacia los títulos de renta fija que no lo sean a corto plazo, disminuyendo de año en año el peso que los fondos a largo plazo significan en el conjunto de la financiación empresarial española (45).

Por lo que se refiere a la financiación de las empresas mediante la emisión de títulos de riesgo, un hecho es evidente: en términos reales, su importancia viene disminuyendo desde 1973. Varias causas han dado lugar a esta paradójica situación: por una parte, la desconfianza de los ahorradores en el futuro de nuestras empresas, muchas de las cuales crecieron al amparo de un clima proteccionista y, como se ha puesto de manifiesto en tantos desgraciados ejemplos, no han podido resistir en las condiciones que impone un verdadero sistema de economía libre de mercado; por otra parte, la desigualdad de tratamiento tributario que la adquisición de valores de renta variable presenta en su comparación con otras ofertas de inversión; finalmente, la propia estrechez que el mercado secundario tiene, por el número de sociedades que auténticamente cotizan sus valores, en orden a la consecución del deseado grado de liquidez que una inversión en capital riesgo requiere como premisa indispensable. Mientras los tipos de interés de los activos de renta fija sean lo suficientemente atractivos como para compensar las posibles plusvalías derivadas de la inversión de riesgo, es evidente que el ahorro seguirá prefiriendo aquella alternativa de colocación a ésta otra.

El Parlamento europeo adoptó, en su Resolución 74856, una decidida toma de postura en pro de un reforzamiento de los mercados de acciones en los países de la CEE, señalando que la financiación basada en el capital de riesgo es imprescindible para la modernización de las estructuras industriales y la promoción de tecnologías avanzadas, lo que coadyuvó en un elevado porcentaje a la innovación y competitividad industrial, al crecimiento económico y a la creación de empleos en la Comunidad.

Parece claro que sólo mediante el incentivo de fórmulas de inversión colectiva, tan necesitadas de un nuevo marco legal en España (46), podrá ampliarse el mercado de renta variable, porque debemos reconocer que el ahorrador individual se ha despegado actualmente de este tipo de valores, ya que las incertidumbres que le acechan por doquier le impelen a la adopción de una actitud extremadamente conservadora, que sólo abandonará, según nuestro criterio, cuando la retribución que perciba en renta fija sea, en términos reales, negativa. Un hecho importante es el puesto de relieve por Terriente (47), al señalar que en el mercado de emisión de acciones se observa una disminución mayor en el grupo de títulos no cotizados que en el de valores admitidos a cotización, cuya participación en el mercado pasó del 31 por 100 al 18 por 100 en los últimos diez años. Esta circunstancia subraya las crecientes dificultades que las empresas pequeñas y medianas tienen para adquirir —vía ampliaciones de capital— nuevos fondos en el mercado.

Además del expediente de la fiscalidad, del que se ha hecho uso y abuso en el pasado, la incentivación del mercado de

renta variable debe ser intentada, en el futuro, por la adopción de medidas tales como las que se citan: primera, el establecimiento de un régimen legal distinto para las PYMES y las grandes empresas, que deberá traducirse en una condición diferente en el acceso al mercado de crédito, a la financiación externa, etc.; segunda, la modificación de las normas de la vigente Ley de Sociedades Anónimas en lo referente al régimen de las acciones, permitiendo, por ejemplo, la emisión de títulos sin derecho de voto, o con preferencia en la distribución de beneficios, o con voto plural, o sin valor nominal, etc.; tercero, introducción de fórmulas de inversión colectiva innovadoras de la realidad existente: fondos de pensiones, sociedades de inversión de capital variable, fondos comunes de colocación (similares a los autorizados en Francia por la Ley de 13 de julio de 1979, creados y gestionados por los Agentes de Bolsa), clubs de inversión, etc. La creación de fondos de inversión multinacionales podría ser otro expediente para incentivar la inversión en valores españoles incluidos en las carteras de aquéllos.

En todos los casos, trátese de renta fija o variable, de activos cuasi-monetarios o tradicionales, una condición ineludible para su desarrollo y crecimiento la constituye la existencia de *mercados secundarios* ampliamente desarrollados, capaces de proporcionar un índice de liquidez que satisfaga las necesidades que, por su volumen, requiera el mercado primario. Una de las caudas que, desde siempre (48), se ha identificado como causante de la estrechez del mercado de emisiones ha sido la «insuficiencia de liquidez» que tienen, es decir, la carencia de mercados ágiles y constantemente alimentados de fondos y títulos para permitir una rápida movilidad de fondos. Como ha apuntado Dominguez (49), la liquidez de un mercado secundario viene dada en función de dos premisas: el número de sociedades que recurren al mismo y el número de accionistas que aquéllas entrañan. Creemos que falta un tercer factor para completar el cuadro: la mayor o menor diversidad de intermediarios que pueden actuar en ese mercado, que constituyen el vehículo adecuado para potenciarlo.

Es bien cierto que, con excepción del mercado bursátil propiamente dicho, los aspectos estadísticos del mercado de capitales en nuestro país distan mucho de ser satisfactorios. Esta aseveración, expuesta por la doctrina (50) y confirmada incluso en documentos oficiales (51), hace difícil que pueda obtenerse una idea exacta de los términos cuantitativos en que se mueve el conjunto del mercado. De todas formas, el excelente estudio de Terriente (52), nos muestra que el volumen de emisiones brutas —datos de 1981— se elevó a 959,7 miles de millones, cifra importante a nivel absoluto, pero no tanto si se la compara con el PIB o FIBCF, que nos muestra un descenso acusado en los diez años anteriores (del 7,15 al 5,61 por 100; del 31,96 al 22,4 por 100, respectivamente), mostrando que España es el único país —en su comparación con USA, Alemania, Japón y Gran Bretaña— que disminuye la participación de las emisiones en las magnitudes índice señaladas.

En nuestro caso, el único mercado organizado que funciona es la Bolsa, lo que no quiere decir que no existan mercados negociados e, incluso, paralelos de cierta entidad.

Respecto a la importancia del mercado bursátil en España, Ramos (53) ha efectuado recientemente un cuidadoso estudio de sus características numéricas, del cual pueden extraerse un cierto número de conclusiones que nos conducirían, desde una perspectiva general, al juicio global de que la liquidez que proporciona al mercado de capitales no es acorde con la importancia de éste. La relación capitalización bursátil-volumen de contratación muestra un índice tan bajo que, a nuestro entender, debería elevarse la negociación a tres veces más que la actual para que se pudiese considerar que la Bolsa en España presenta un adecuado grado de liquidez.

Esta insuficiencia procede, según entendemos, de dos causas primordiales: una, el peso de la inversión institucional; otra, la absorción de las emisiones de renta fija mediante el sistema de «computabilidad» imperante, con la consiguiente inmovilidad de los grandes paquetes hasta el momento de su amortización.

Sin profundizar en estas consideraciones, sí hay que dejar constancia de los esfuerzos que se tratan de realizar para romper ese doble corsé que atenaza la liquidez del mercado. La creación de las llamadas sociedades de contrapartida (54) y la propia actividad de la Administración (55) han propendido a dotar a los títulos de renta fija de un mercado secundario eficiente. Pero el éxito de tales expedientes no ha dado, hasta el momento, los frutos esperados.

En el terreno de los activos cuasi-monetarios las conclusiones son más optimistas. El mercado bursátil ha visto incrementado su volumen en un grado altamente positivo, hasta llegar a representar, en el año 1983, un 35 por 100 del total contratado (compensándose la práctica desaparición del mercado de letras con la pujanza de los pagarés del Tesoro y de empresa, cuyas negociaciones sobrepasaron los 100.000 millones de pesetas). Pero tal vez la característica más acusada, en este mismo aspecto, sea la creación de auténticos *mercados negociados* para grandes operaciones de colocación y distribución de estas modalidades de valores. La ingente labor de comercializacion realizada, no sólo por la Banca y Cajas de Ahorros, sino por agentes de Bolsa y corredores de comercio, está dando su fruto en la aparición de los mercados referidos. La creación de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, las ya célebres SMMD, ha constituido un factor de primera magnitud para el desarrollo de un *mercado paralelo* de pagarés del Tesoro, pagarés de empresa y letras de Bolsa, a cuya iniciación estamos ahora tan sólo asistiendo. Su importancia en el futuro es, en nuestra opinión, incuestionable. La posibilidad de ofrecer tipos de rentabilidad superiores a los del mercado bursátil, mayor grado de liquidez y una operatoria continua les reportan, de partida, unas ventajas que a buen seguro redundarán en su potenciación a corto plazo.

Junto a estos *mercados,* no dejaría de ser interesante la instauración de otros *diferentes,* y especializados, para cubrir una gama de posibilidades que, populares en otros países, son hoy en España simplemente desconocidas: mercados de opciones, de futuros financieros, etc. Otros, como el *mercado hipotecario* (56) deberían ser regulados con un mayor énfasis en sus aspectos de transparencia y publicidad. Podría revitalizarse el mercado bursátil de *certificados de depósito* (57).

La instrumentación de *mercados de aclimatación* podría ser otro factor de ensanchamiento del mercado. Una labor de efectiva persuasión, acompañada de una serie de incentivos (crediticios, tributarios), podrían lograr que la sociedad familiar española se «abriese» al ahorro público y a las posibilidades de financiación que éste le ofrece.

La conexión de nuestros mercados a los extranjeros cerraría el círculo de medidas de incentivación del mercado de capitales. Está demostrado que la interdependencia crea unas condiciones óptimas para la ampliación de los mercados, tanto del lado de la oferta como de la demanda y, sobre todo, para la situación de competitividad que se establece entre los diferentes intermediarios que en ellos actúan y que producirá, además de un abaratamiento de los costos —premisa necesaria para procurar un ensanchamiento del mercado—, una cierta especialización, también deseable como fórmula para asegurar un mejor conocimiento, más analítico, de cada parcela del mercado de capitales.

En todo caso, parece que debe procurarse una cierta coordinación entre los protagonistas del mercado (entidades emisoras, inversionistas, intermediarios) para que sus engranajes funcionen con la mayor coordinación. Y esta premisa ha de lograrse, como es lógico, a nivel nacional. Por ello, tal vez sería adecuado proponer la creación de un organismo, que podría ser una especie de *Instituto del Mercado de Valores,* a semejanza del Instituto de Crédito Oficial y organismos similares, que armonice, en la forma ya indicada, los diferentes segmentos del mercado.

Pero, a diferencia de lo que proponía la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, entendemos que tal IMV debe estar compuesto por los propios interesados en el mercado, evitando —como de hecho creemos que supondría su creación de conformidad con lo expuesto por la Comisión citada, y la práctica comparada avala en países sin gran tradición en este terreno— el riesgo de la burocratización del organismo y, en último término, la caracterización del mercado de valores como una parte más de la Administración del Estado. El IMV coordinaría los aspectos genéricos del mercado (v. gr.: propuestas y adopción de acuerdos sobre innovaciones a introducir en el mercado: determinación de las pautas del calendario de emisiones; fomento y coordinación de mercados paralelos; coordinación de las actividades de cada uno de los centros de contratación de valores del país; etcétera), reservándose a la competencia de las actuales Juntas Sindicales cuanto se refiere al régimen interno de las respectivas Bolsas (v. gr.: colegios de agentes; sistemas de liquidación; régimen disciplinario de los intermediarios; etc.), con lo cual, teniendo en cuenta lo que exponemos en la parte III de este trabajo, se posibilitaría la adopción de una serie de peculiari-

dades que, en cada Autonomía, vienen reconocidas por sus respectivos Estatutos.

Llegados a este punto, y para ceñirnos a la brevedad anunciada en líneas anteriores, creemos que pueden alcanzarse las siguientes conclusiones: primera, nuestro mercado de capitales, con sus estructuras actuales, presenta un grado de eficiencia aceptable; segunda, su dimensión cuantitativa, medida en términos absolutos es de menor entidad, pero no así en términos de comparación relativa, aunque hay que subrayar el peligro que supone la evidente pérdida de importancia que ha experimentado en los últimos años, situándose en porcentajes bastante inferiores a los considerados como media normal en conjunto de los países de nuestra misma órbita; tercera, que es preciso reducir al mínimo posible el peso de la Administración pública en el mercado, dejando que sean las libres fuerzas del mismo las que determinen la asignación de los recursos de la forma más eficiente. La actuación coyuntural del poder público se debe producir sólo circunstancialmente y, por supuesto, convendría que fuera rebajado su impacto actual.

Si se trata de atisbar el futuro del mercado de capitales en España, la deducción de cuanto hemos indicado parece clara: el nuestro siempre será un mercado de adaptación a las novedades exteriores; nunca será un mercado de innovación, porque nuestras condiciones intrínsecas, de toda índole, obstaculizan cualquier posibilidad de innovación. De aquí que se deba trabajar en la idea de sentar las bases que, en cada situación, permitan una adaptación lo más rápida posible, y lo menos traumática, a las novedades que vayan descubriéndose en los sistemas financieros de vanguardia.

En este sentido, es preciso profundizar en la línea de liberalización y flexibilización emprendida hace una década, porque sólo así estaremos en condiciones de asumir los cambios que nuestra integración en instituciones supranacionales nos exigirá inexorablemente.

III. ORGANIZACION ESTRUCTURAL DEL MERCADO BURSATIL ESPAÑOL

1. El principio de la unidad de mercado

Como ha puesto de relieve Ariño (58), el principio de la unidad de mercado no figura expresamente consagrado en ningún precepto constitucional, pero hay multitud de referencias a él en una serie de ellos, dispersos, que responden a esta idea bajo el prisma de un sistema económico como el que, según se apuntó en líneas anteriores, establece la Constitución de 1978. Aun prescindiendo de la declaración esencial contenida en el artículo 2.° de la Constitución, que proclama la «unidad de la nación española», el contenido de otros diferentes preceptos (arts. 128, 138, 139.2 y 157) permite reconocer la trama legal en la que se asienta la admisibilidad de un «sistema económico único y solidario, un espacio común en el que se desarrollen, sin el más mínimo obstáculo por razón de las circunscripciones político-administrativas, todas las actividades económicas» (59).

El propio Tribunal Constitucional, en dos importantes sentencias sobre Cajas de Ahorros, ambas con fecha 28 de enero de 1982, ha sido muy claro al respecto, proclamando que «la unicidad del orden económico nacional es un precepto necesario para que el reparto de competencias entre el Estado y las distintas Comunidades Autónomas en materias económicas no conduzca a resultados disfuncionales y desintegradores».

2. Su traducción en la política financiera

Como lógico corolario del principio genérico de la «unidad de mercado», corresponde al Gobierno central señalar las directrices fundamentales que deban aplicarse en la instrumentación de la política económica global del país. En muy diferentes preceptos, unos generales y otros específicos, contenidos en la Constitución y en los propios Estatutos de Autonomía, se avala la afirmación anterior. De forma tajante, el artículo 149 del texto fundamental reserva la «competencia exclusiva» al Estado de todo lo referente a la política monetaria y crediticia (apartado 11) que, juntamente con la política fiscal (apdo. 14), constituyen los pilares fundamentales para la ordenación y dirección del sistema financiero.

Así como la Constitución republicana de 1931, al regular esta materia adoptó un criterio bastante claro de atribución de competencias, precisando únicamente las que correspondían al Estado y, por exclusión de éstas, se atribuyeron el resto a

las Comunidades, la vigente de 1978 complica sobremanera la cuestión al establecer, no sólo las materias que corresponden exclusivamente al Estado (artículo 149), sino las que pueden asumir las Comunidades (artículo 148) y aún la ampliación de éstas a costa de las primeras (artículo 148.2 en relación con el art. 149.3), dadas unas determinadas condiciones que el texto constitucional fija. Los problemas interpretativos a que ha dado lugar un sistema de fijación de competencias tan «claramente ambiguo», que respondió en su momento a las encontradas posturas sostenidas por los redactores de la Constitución y al deseo unánime de elaborar un texto capaz de ser aceptado por todas las fuerzas políticas, son de extraordinaria envergadura y requieren un estudio muy pormenorizado, en cada caso concreto, para tratar de desentrañar la filosofía subyacente en el mismo.

La locución «bases» que encierran los apartados 11 y 13 del artículo 149 es la que, al decir de la doctrina constitucionalista, puede plantear serias complejidades para su adecuada hermenéutica, optando la generalidad por estimar que aquella palabra debe identificarse como el conjunto de normas legales de diverso rango que regulan materias referidas al conjunto del sistema económico («bases de la planificación general de la actividad económica», como reza el art. 149.13) y al financiero en particular (art. 149.11).

Si admitimos la interpretación propugnada en el párrafo anterior —que es, por otra parte, la que aceptan la mayoría de los autores que se han ocupado de ello (60)—, estimamos que en dos aspectos principales puede hacerse patente la competencia del Estado en el sistema financiero. Primero, respecto a la *ordenación* de su *estructura* y segundo, con relación a su *funcionamiento*. Sin adentrarnos ahora en una exposición pormenorizada, sí debe resaltarse que, en nuestra opinión, correspondería al campo de la estructura cuanto se refiera a la determinación de las instituciones y mercados que deban configurar el sistema y a la concreción de su respectivo espacio competencial, mientras que el diseño de actuaciones específicas, derivadas de las necesidades, momentáneas o duraderas, que requiera la estrategia global de cada situación, se enmarcaría en el área del funcionamiento. La creación o admisión de nuevos intermediarios, su especialización, las garantías para el logro de la mayor seguridad y solvencia, su eficacia, la ordenación de sus respectivas atribuciones, la regulación de activos financieros, etc., traducirían el primer punto de vista; la adopción de coeficientes, por ejemplo, o la política de tipos de interés o de dividendos, la reducción de circuitos privilegiados, el manejo de la deuda pública, etc., deben incluirse entre las competencias señaladas en segundo término.

Ahora bien, parece lógico pensar, en base a la propia competencia que tanto la Constitución (art. 148.13) como los Estatutos de Autonomía les atribuyen a las Comunidades, que éstas pueden, de alguna forma, hacer patente la intervención que se les asigna.

La unidad de mercado no requiere a ultranza la «uniformidad», porque no se rompe aquélla cuando el engranaje de los mecanismos centrales y autonómicos está coherentemente dispuesto para que así suceda. Determinados aspectos de la estructura del sistema financiero pueden ser fácilmente asumibles por el conjunto nacional, aun cuando su diseño se haya efectuado de forma diferente por las distintas Autonomías, siempre y cuando no afecten a los aspectos esenciales que permiten su cohesión en el conjunto. E igual sucede con matices específicos relacionados con el funcionamiento del sistema, salvando siempre las directrices fundamentales que lo configuran en cada momento (v. gr.: circuitos privilegiados de financiación).

Es indudable que, por causa de una interpretación semejante, que entendemos no sólo perfectamente válida sino necesaria, es por lo que con tanta frecuencia, y en tantas materias distintas, la actividad del Tribunal Constitucional es realmente extraordinaria. Y es que —como escribíamos hace tiempo (61)— frente a la pretendida y aparente claridad que parece encerrar el Capítulo III del Título VIII del texto constitucional, las actitudes y controversias de cada día muestran, inequívocamente, que la frontera entre las competencias respectivamente atribuidas al Estado y a las Comunidades Autónomas distan mucho de estar delimitadas con la claridad deseable. La célebre y controvertida LOAPA (proyectada sobre la base del contenido del párrafo 3.º del art. 150 de la Constitución) constituyó un primer intento global, infelizmente rechazado, para superar las dificultades señaladas, las cuales debieron ser solventadas con la racionalidad, el desapasionamiento y la solidaridad preci-

sos, y pueden dar lugar a unas peligrosas situaciones de incertidumbre, al menos jurídica, difícilmente atajables.

3. El principio de la unidad en el área del mercado bursátil

Un interesante trabajo, presentado al análisis de la Federación Internacional de Bolsas de Valores, en agosto de 1978 (62), se ocupa del estudio de la «fragmentación de los mercados bursátiles», estableciendo una serie de conclusiones que, *a sensu contrario,* determinan cuándo se produce una situación de *mercado unificado.* Según tal documento, de una manera genérica, la *fragmentación* de los mercados puede ponerse en evidencia a través de tres aspectos o manifestaciones: primera, la posibilidad de cotizaciones múltiples, en diferentes Bolsas, para un mismo valor; segunda, la negociación esporádica de valores fuera de los mercados principales o Bolsas (tendencia alentada, fundamentalmente, por la inversión institucional y la colectiva y la negociación de grandes paquetes de títulos), y tercera, la existencia ordinaria de mercados paralelos (que en nuestra terminología serían «mercados negociados») para contratar títulos admitidos a cotización oficial en las Bolsas de valores.

La fragmentación del mercado bursátil lleva aparejada, lógicamente, una disminución del grado de eficiencia, lo que se traduce en mengua de las funciones que constituyen su propia razón de ser, alterando su eficacia como mecanismo del sistema financiero, provocando distorsiones en su funcionamiento. La inquietud que provocan situaciones semejantes ha impelido, tanto desde un plano teórico como en la práctica, la propuesta y adopción de soluciones que tratan de remediar las situaciones identificadas como causantes del problema.

Por lo que se refiere a la *cotización múltiple* de los valores, el principio de unidad de mercado exige, inexorablemente, la admisión de la *cotización única,* como medio insustituible de establecer un precio real y, por tanto, fiable. La dispersión que acarrea la existencia de cambios diferentes para un mismo título parece que, cuando menos, implica introducir una cierta oscuridad en los planteamientos del proceso de inversión. El buen funcionamiento del mercado —como ha puesto en evidencia la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores (63)— «exige una concentración de operaciones en los centros de contratación, donde pueda ser conocida la oferta y la demanda con relación a un determinado título en un instante dado. Ha de evitarse, en lo que sea posible, negociar simultáneamente un mismo valor en mercados diferentes a precios diferentes». En este punto, el principio de unidad de mercado, esquematizando la cuestión, ha sido entendido de dos maneras diferentes. Para unos, la unidad implica *integración* de las distintas Bolsas que operan en cada país; para otros, representaría la *concentración* de la negociación de cada valor en una sola de las Bolsas que operan en cada nación. A su vez, la idea de integración, puede adoptar las dos modalidades siguientes: una, la admisión de *una sola Bolsa* en cada país, con un parquet único al que confluirían todas las operaciones, mientras que la otra representaría la *conexión electrónica* entre los diferentes puntos de intermediación, desapareciendo, de hecho, la idea de Bolsa como espacio concreto y determinado. La integración en el modelo de Bolsa única ha sido adoptada por Méjico (64) y, en cierto modo, por el Reino Unido (65); la integración electrónica, parcialmente ensayada en los Estados Unidos (66), Canadá (67) y Australia (68). La concentración de las negociaciones de cada valor en una sola Bolsa tiene su máximo exponente en la situación francesa (69).

En cuanto atañe a la *negociación de grandes paquetes* al margen del circuito oficial de la Bolsa, parece que dos son los grandes argumentos que se utilizan para justificarla. Por una parte, la ausencia de un monopolio legal de las Bolsas en materia de contratación mobiliaria que, por otro lado, favorece el desarrollo de los mercados informales y paralelos. En segundo término, porque los mecanismos de negociación que tradicionalmente se utilizan en las transacciones son poco aptos para este tipo especial de negocios. De aquí que la admisión de procedimientos especiales, en estos supuestos, implique, al mismo tiempo que una necesidad, la creación de un doble mercado y, en consecuencia, una cierta desconfianza del ahorro hacia la función de la Bolsa como un efecto de las discriminaciones que ello conlleva. La necesidad de hacer partícipes a los inversionistas individuales en este tipo de operación ha llevado a establecer procedimientos específicos de contratación, al margen de los habituales en el mercado, que

impidan el desconocimiento de sus derechos. Entre los mismos, y como más conocido, se ha adoptado el referente a las ofertas públicas de adquisición (70) y a la publicidad de operaciones inhabituales en las Bolsas.

Por último, y en lo que respecta a la proliferación de los *mercados negociados* como elemento distorsionante de la unidad del mercado, las reacciones se han producido desde diferentes ángulos, a veces incluso extrabursátiles (v. gr.: elaboración de una política fiscal incentivadora de la inversión en Bolsa). Pero la lucha se ha centrado, esencialmente, en la disposición de normas que impidan la negociación de los valores cotizados fuera del recinto de la Bolsa, unas veces obligando a canalizar a través de ella prácticamente cualquier clase de transacción sobre aquéllos (v. gr.: Francia); otras, dotando de la consideración de «precio oficial» tan sólo a las operaciones así concertadas. No obstante, debe reconocerse que la utilización de los mercados negociados y el aumento de su importancia no parece que tienda a disminuir.

4. El principio de la unidad del mercado bursátil y la cotización múltiple

Actualmente operan en nuestro país cuatro Bolsas oficiales de comercio (Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia) que, aunque regidas por unas mismas normas legales (el viejo Código de Comercio de 1885 y el Reglamento de Bolsas de 1967), funcionan en la práctica como centros de contratación de valores independientes, cuya conexión se produce a través de las operaciones de arbitraje, mecanismo que, debido a la estrechez de nuestros mercados, no funciona con la deseada rapidez y amplitud. Bañares (71) ha puesto de relieve la situación fáctica que se da en España y los peligros que, según él, representa para el futuro de las Bolsas periféricas.

La fragmentación que tal situación implica en la actualidad puede verse claramente acentuada en el futuro, como consecuencia de las previsiones contenidas en el cuadro legal que, a este respecto, sugiere la normativa vigente. Merece la pena que nos detengamos en su análisis.

Específicamente, la Constitución, en su artículo 149, atribuye al Estado la competencia exclusiva, tanto en materia de legislación mercantil (apartado 6) como en la determinación de las bases de la ordenación del crédito (apdo. 11). Por otro lado, el artículo 148.1 señala que las Comunidades Autónomas «podrán asumir» competencias en materias referentes al «fomento de su desarrollo económico dentro de los objetivos marcados por la política económica nacional» (apdo. 13), así como, residualmente —a tenor del párrafo tercero del artículo 149—, en «las materias no atribuidas expresamente al Estado», siempre y cuando, a su vez, les sean adjudicadas explícitamente en los respectivos Estatutos. En ningún caso, ni aun transcurrido el plazo de cinco años, al que se refiere el párrafo segundo del artículo 148, desde la aprobación de los respectivos Estatutos, podrán las Comunidades ampliar su esfera de competencia mermando la exclusivamente atribuida al Estado. No obstante, a tenor del párrafo primero del artículo 150, las Cortes Generales, en materias de competencia estatal, podrán atribuir a las Comunidades «la facultad de dictar, para sí mismas, normas legislativas» en el marco de los principios, bases y directrices fijados por una ley estatal.

El reflejo normativo de las competencias autonómicas en materia de mercado de valores queda configurado —a nuestro entender— en la forma siguiente:

a) Atribución específica de la *competencia exclusiva* a las respectivas Comunidades en materias referentes al *establecimiento y regulación u ordenación de centros de contratación de valores.* Tal es el caso del Estatuto vasco —18 de diciembre de 1979, art. 10.29—, catalán —18 de diciembre de 1979, artículo 9.°20—, gallego —6 de abril de 1981, art. 27.28—, andaluz —30 de diciembre de 1981, artículo 13.15—, valenciano —1.° de julio de 1982, art. 31.20—, navarro —Ley de reintegración y amejoramiento del régimen foral, de 10 de agosto de 1982, artículo 44.28— y canario —10 de agosto de 1982, art. 34, apartado B.4 y Ley orgánica número 11/1982, art. 1.°—. En todos estos supuestos, la regulación específica se ajustará a la «legislación mercantil» dictada por el Estado, salvo en el caso de Canarias, cuya competencia se contrae únicamente a la «ejecución» de la legislación estatal.

b) En el *resto de las Comunidades,* ante el silencio de sus respectivos Estatutos, puede pensarse que no existe, en esta materia, atribución alguna, porque la facultad que concede el apartado 1.° del artículo 150 de la Constitución, facultaría a

las Comunidades Autónomas tan sólo a dictar normas legislativas en el marco de los principios, bases y directrices fijados por una Ley estatal, pero nunca a crear o establecer Bolsas de comercio. En otra ocasión llegamos a esbozar la idea de que a estas otras Comunidades se les había atribuido genéricamente la posibilidad de establecer centros de contratación de valores (72), criterio éste que, analizado a la luz de las competencias transferidas en materia de «mercados interiores», estimamos que debe ser reconsiderado.

Ante el panorama legal descrito, completado por la norma establecida en el Código de Comercio, autorizando al Gobierno para crear Bolsas de comercio «donde lo juzgue conveniente» (artículo 65, párrafo primero), y teniendo en cuenta el régimen constitucional sobre exclusividades, supletoriedades, delegaciones y acomodaciones legales, que complican en grado sumo la cuestión, cabría resumir que:

c) Se atribuye al *Estado* la concreción de la normativa fundamental o básica, la legislación mercantil, aplicable con carácter común a la organización y funcionamiento de la negociación de valores; es decir, la determinación del *régimen jurídico general* que debe conferir carácter armónico a la estructura global del mercado, así como la facultad de establecer Bolsas de comercio en el territorio de las Comunidades Autónomas a las que no se ha atribuido específicamente competencia en esta materia. Bajo el primer aspecto, correspondería al Estado cuanto se relacione con la admisión de valores y otros activos financieros a la cotización oficial (condiciones de acceso, permanencia y retirada), la información a suministrar por las sociedades, el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, las normas generales sobre contratación bursátil (condiciones para preservar su seguridad jurídica y económica), etc.

d) Se incluirían en el *marco competencial autonómico,* de forma *exclusiva* y *sin exigencia de uniformidad* a nivel estatal, por una parte, la facultad de dictar normas en cuanto se refiere a la creación de nuevos centros de contratación y a su organización material y funcional (concretamente, lo relativo a usos bursátiles —horarios de sesiones, corros, etc.—; formalización y liquidación de operaciones; aprobación de reglamentos de régimen interior —constitución y funcionamiento de órganos rectores, régimen económico y disciplinario, etc.—) y, por otro lado, y en cuanto se refiere a la ejecución de la legislación del Estado, por ejemplo, los nombramientos de agentes de cambio y bolsa (73).

Si la interpretación que apuntamos sobre el reparto de competencias es admisible, y entendemos que, por ahora, no hemos encontrado ningún argumento que la contradiga, la situación bursátil que puede producirse en el porvenir nos llevará, inexorablemente, a una fragmentación del mercado de valores que, al margen de producir una situación contraria a la de la generalidad de los países con sistemas bursátiles más desarrollados, puede entorpecer, en el futuro que se avecina, la integración de nuestra Bolsa con las del conjunto de la Comunidad Económica Europea.

Estimamos que, ante las tentativas de dislocar el mercado nacional de valores (74), sería necesario que la transferencia de competencias en este campo fuese precedida de la configuración de un *esquema general* de funcionamiento de aquél, en el cual, sin merma de las reconocidas a las Comunidades, se evite destruir la idea básica de la unidad de mercado, fundamental para lograr el desarrollo de la institución bursátil y la potenciación de sus fines.

La configuración global que proponemos deberá partir de la consideración de cuál de los dos modelos de mercado, o de las dos soluciones apuntadas anteriormente —concentración o integración—, debe ser la aplicable a nuestro caso en concreto. La propia Comisión para la reforma del mercado de valores se planteó la disyuntiva anotada (75) y aunque estimó que el ideal radicaba en la *integración* del mercado, mediante «la supresión de los mercados autónomos y la creación de uno único sobre la base de un mecanismo electrónico al que tuvieran acceso personas que no habrían de reunirse en un mismo local, sino que podrían estar en lugares geográficos distintos», sustituyéndose los parquets de contratación «por los terminales del ordenador», reconoció que, al menos en los años inmediatos, sería más conveniente «potenciar el mercado secundario de los valores admitidos a cotización oficial... mediante un impulso de *concentración* hacia esos Centros desde todo el ámbito nacional».

A nuestro entender, la solución al problema planteado, y la evitación de la fragmentación del mercado español, debe venir condicionada por dos premisas fundamentales: primera, la propia realidad de la dimen-

sión de las Bolsas, y segunda, la previsible adhesión de España al Mercado Común.

En la situación actual, sería ilusorio pensar en una integración electrónica de todas nuestras Bolsas, sobre todo si consideramos que en un futuro próximo pueden funcionar, con el mismo rango, un gran número de centros de contratación de valores, la viabilidad de algunos de los cuales será más que problemática, porque tal vez su creación se deba más a razones de «prestigio político» que de otra índole. Por otro lado, los problemas que conlleva un procedimiento semejante, no sólo en base a la publicidad de la contratación sino a la seguridad jurídica y económica de las transacciones, dificultan en un grado importante la adopción de un mecanismo de contratación como el previsto.

La fragmentación del mercado ha de evitarse recurriendo al procedimiento de la *concentración* de la negociación de los valores, estableciendo las condiciones para estructurar un *mercado nacional coherente* que evite la dispersión y, con ello, la existencia de mercados de dimensión reducida, los cuales —como apunta Cuervo (76)— «fuerzan la tendencia hacia el oligopolio y el monopolio» porque «el acentuar la regionalización puede conducir a aprovechar estos grados de monopolio para cargar lo que el mercado soporte, lo cual, siendo funcional para el fin de los intermediarios financieros (maximizar su beneficio), difícilmente puede ser considerado correcto desde un punto de vista benéfico social».

Es evidente que, en la actualidad, la desintegración institucional del mercado de valores en España no puede negarse porque, de hecho, existe una cierta desconexión entre las Bolsas, que puede dar lugar al establecimiento de precios o cambios distintos para un mismo valor y cuyas diferencias, a veces, se alargan más de lo deseable; tal vez por la utilización de unas técnicas de contratación que, ciertamente, no facilitan las operaciones de arbitraje, único procedimiento capaz de igualar cotizaciones. Todo ello crea una desorientación al inversionista, oscureciendo o desenfocando la realidad del mercado de un título admitido a cotización oficial en varios parquets (77).

Las consideraciones legales y técnicas efectuadas, y el análisis de los datos aportados con anterioridad, creemos que deberían constituir los puntos de partida para encontrar unas coordenadas adecuadas que coadyuven al armónico desenvolvimiento del mercado de valores en nuestro país. Pensar que sea solamente la libre concurrencia entre las diferentes Bolsas la que determine el modelo futuro de la organización bursátil española nos parece, cuando menos, políticamente peligroso y, desde el punto de vista económico, posiblemente distorsionante de los objetivos generales y particulares que en cada momento configuren la política económica a nivel nacional o simplemente autonómico.

Por ello, y sin perjuicio de que el favorable desenvolvimiento de la economía en general y del mercado en particular posibiliten en otros tiempos llegar a alternativas de solución distintas, estimamos que, ahora, el mantenimiento del principio de la unidad del mercado, desde el punto de vista de la problemática de la cotización múltiple, requeriría una serie de modificaciones de contenido estructural que respondan, como mínimo, a los siguientes planteamientos:

1) Establecimiento de un *sistema bursátil único,* en el que se integren la totalidad de los mercados o Bolsas que operen en el país. Esto implica —como admite la propia Constitución (artículo 149.1.13.ª)— que al Estado corresponde establecer las coordenadas generales en que debe moverse el mercado bursátil y, dentro de ellas, en qué términos y condiciones, y bajo qué modalidades, las Comunidades Autónomas —con expresa competencia atribuida en la materia— pueden crear nuevos centros de contratación de valores u organizar los existentes dentro del ámbito territorial que se les ha delimitado y con las premisas que hemos referido con anterioridad. Es decir, el Estado debe tratar de dotar de *coherencia* al conjunto de las Bolsas de la Nación.

Esta idea conlleva el establecimiento de un organismo encargado de tal labor de diseño y coordinación, que podría ser el que, líneas atrás, diseñamos como Instituto del Mercado de Valores (IMV).

2) La clasificación de los diferentes *centros* de contratación en dos categorías: *nacionales* y *autonómicos* o locales. La atribución de uno u otro carácter, con los efectos que posteriormente reseñaremos, vendría prefijada automáticamente por el cumplimiento o no de una serie de requisitos mínimos, referidos a aspectos tales como el número de sociedades o emisiones de valores inscritos en cada una de las Bolsas, los volúmenes de

contratación, el número de intermediarios y su calidad, el mantenimiento de una serie de servicios de diferente índole, etcétera.

La adscripción de cada Bolsa a una de las dos categorías descritas implicaría un incentivo de primera magnitud de cara a una labor de difusión y comercialización de los valores que demanda imperiosamente nuestro desarrollo económico. El hecho de ser otorgada a una Bolsa el carácter de «nacional» no supone que siempre haya de gozar de esa consideración; pues ésta podría revisarse cada cierto plazo de tiempo, a la vista del mantenimiento de los índices mínimos exigidos para ello. Al propio tiempo, las Bolsas autonómicas podrían acceder a nacionales siempre y cuando alcancen los parámetros que a tal efecto se establezcan.

3) Los *valores* admitidos a cotización, trámite que cabría atribuir al IMV, se catalogarían como *internacionales, nacionales, regionales* y *locales,* con las consecuencias que se indican en el párrafo siguiente. Los valores internacionales serían los emitidos por entidades extranjeras o por españolas en mercados exteriores, cuya contratación en las Bolsas españolas hubiere autorizado el IMV. Valores nacionales serían considerados los que se hayan emitido por sociedades españolas que cumplan determinados requisitos (capital, social; volumen de negocio; dispersión del accionariado; etc.). Podrían obtener la calificación de valores regionales y locales los puestos en circulación por sociedades de marcado carácter regional o local, o entidades públicas de las Autonomías.

En las Bolsas nacionales podrían negociarse los valores internacionales y los nacionales. Los caracterizados como regionales y locales sólo lo serían cuando en el territorio de la Comunidad donde aquéllas estén asentadas no existan Bolsas de carácter local; en otro supuesto, los valores de tal naturaleza habrán de contratarse en estos últimos centros.

4) En el sistema bursátil español, en cuanto a los títulos admitidos a cotización, se aplicaría el *principio de unidad de cotización,* fijándose los precios de un valor determinado en el parquet de la Bolsa donde el título deba ser objeto de negociación. Un problema que puede surgir es el de la distribución de los valores entre los diferentes centros que ostenten un mismo carácter. La solución puede venir impuesta, bien de una manera coactiva por el propio IMV, bien voluntariamente por atribuir dicha facultad a la entidad emisora, o simplemente por aplicación de unos determinados indicadores objetivos (domicilio social, centros administrativos, domicilio fiscal, etc.).

5. El principio de unidad del mercado bursátil y la negociación de los «grandes paquetes» de títulos

Poníamos de relieve anteriormente cómo una de las causas que influyen en la fragmentación del mercado consistía en la práctica, generalmente admitida, de negociar grandes cantidades de títulos al margen de la dinámica del propio mercado. Con esta forma de operar, es indudable que se distorsiona gravemente la transparencia del mercado y, sobre todo, se dificulta en grado sumo la función de liquidez que se le ha atribuido como cometido esencial.

El público está, invariablemente, excluido de esta clase de negociaciones, porque éstas se efectúan entre profesionales o instituciones, según ha subrayado la propia FIBV (78), la cual afirma, como es notorio, que «a menudo, tales operaciones no son objeto de publicación alguna, de tal suerte que los potenciales inversionistas no se encuentran en condiciones de evaluar la importancia del mercado. Pero, además, estas transacciones entrañan una distorsión de los cambios, porque los bloques de acciones se negocian con una prima que un vendedor normal no podría pretender obtener».

De todas formas, en este tema debe hacerse una advertencia de importancia, porque no es lo mismo la transferencia de un paquete importante de títulos que la operación que implica al propio tiempo una toma del control de la sociedad que los emitió por parte de los adquirentes.

En nuestro país, este tipo de operaciones son frecuentemente realizadas, y el preámbulo del R. D. 1.848/1980, de 5 de septiembre, que reguló por vez primera el procedimiento a seguir en el caso de ofertas públicas de adquisición de valores (79), reconoce la existencia de las dos modalidades indicadas en el párrafo anterior cuando, al tratar de la «existencia de operaciones singulares que se siguen de ofertas y demandas excepcionales», aplica sus específicas normas solamente a aquellas que «tienen o pueden tener

repercusiones relevantes en las participaciones relativas de la sociedad emisora», mientras que serán las del Reglamento de Bolsas de 1967, en sus artículos 154 y 163, las que fijan el procedimiento a seguir en el otro supuesto citado.

En este segundo caso, que en puridad es el que produce claramente la distorsión del mercado —por su propia falta de publicidad—, la solución debe venir impuesta por una *expresa prohibición de contratar* valores admitidos a cotización, *fuera* de la *sesión de la Bolsa* donde, aceptando el principio de unidad de cotización, el valor deba negociarse. Este tipo de operaciones sólo podría realizarse, cuando lo sean a precio diferente del establecido en el mercado, una vez que el propio mercado haya tenido conocimiento de las condiciones de la negociación y no haya podido asumirla, en todo o parte, de una forma natural. La publicidad se impone como condición precisa y anticipada de la formalización de la operación. En este sentido, la reforma de las reglas contenidas en el Real Decreto 1.849/1980, de 5 de septiembre, nos parece una necesidad ineludible.

Cuando la operación proyectada suponga tomas de participación que puedan acarrear el control de la sociedad, la existencia de una normativa específicamente aplicable es obligada a todas luces.

6. El principio de la unidad del mercado bursátil y los mercados negociados

Tal y como indicamos líneas atrás, el concepto de mercado negociado, en el contexto de nuestra exposición, se refiere al mercadeo de valores admitidos a contratación oficial, cualquiera que sea el volumen de la transacción acordada en cada caso, por medio de circuitos de intermediación al margen de la Bolsa.

No puede negarse que, en muchos países, la existencia de este tipo de mercados y la negociación de grandes bloques de títulos fuera del mercado organizado han convertido a las Bolsas de valores en un «mercado de saldos», disminuyendo su amplitud, atentando a la liquidez y modificando las proporciones reales de la oferta y de la demanda, con lo que se violenta la verdad y la equidad de los precios. El interés público reposa sobre la organización de un mercado libre, abierto a la máxima competencia para que todos puedan disfrutar de las mismas oportunidades de comprar y vender (80).

Creemos que son numerosas las causas que han dado origen a la proliferación y desarrollo de los mercados negociados. Por citar las más conocidas: la falta de prohibición para operar con valores fuera de la Bolsa; los procedimientos técnicos que se aplican en la contratación bursátil (v. gr.: el método de los corros, el procedimiento de las cajas, etc.); la rigidez de las tarifas que deben aplicar los intermediarios oficiales; las repercusiones fiscales de los precios oficiales; la prohibición impuesta a los intermediarios para comercializar su profesión (v. gr.: la prohibición de la contrapartida o asunción de posiciones por cuenta propia); la creciente importancia de la inversión institucional; la negociación de grandes paquetes de títulos; etc.

A nuestro entender, la actividad que en España realizan los corredores de comercio cuando «intervienen» operaciones sobre títulos cotizados en Bolsa, se asemeja a la de un mercado negociado, por cuanto, en su conjunto, carecen de la estructura mínima que se reconoce al mercado paralelo, tal y como es concebido en los países que los tienen admitidos. La función de tales mediadores públicos, en este campo, se limita a «dar fe» de la operación que, normalmente, se les presenta por las partes ya concretada en sus pormenores; con ello sólo responden del cumplimiento de las formalidades que el Código de Comercio impone para estos supuestos.

La concentración de la contratación de un título en un solo parquet, idea por la que abogamos anteriormente, produciría como consecuencia lógica la prohibición de efectuar operaciones fuera de la Bolsa donde aquél estuviese inscrito, salvo que se admitiese, como excepción, la negociación del mismo por parte de intermediarios no adscritos a la Bolsa de referencia. Ello conllevaría el establecimiento de un procedimiento que, no rompiendo la unidad del mercado de dicho valor, facilitase su mercadeo fuera del ámbito de aquélla. Este método podría consistir, bien en la remisión de la orden a un intermediario de la Bolsa donde se cotiza —en las condiciones que deban establecerse para facilitar la concurrencia de los dichos intermediarios (remitente de la operación y ejecutor de la misma)— o mediante una autorización, específica o genérica, que le permita al intermediario no adscrito a la Bolsa realizar toda la operación, aunque aco-

modándose a los requisitos de publicidad y precio que exige la transparencia del mercado. Una adecuada estructuración de los servicios de intermediación bursátil, tema en el que ya nos hemos definido públicamente (81), podría constituir el vehículo ideal para orillar obstáculos de carácter profesional que impidiesen un mecanismo como el enunciado. A esta cuestión hacemos una breve referencia ulteriormente.

Una integración personal de los intermediarios de Bolsa que desarrollan sus funciones en diferentes parquets sería el camino más adecuado para lograr una verdadera unidad del sistema bursátil español, al que se potenciaría incluso con la adhesión de otros mediadores que, como los actuales corredores de comercio, parecen estar un tanto al margen del desenvolvimiento del mercado de valores. Los temores que abrigan ciertos autores (82), responden, en nuestra creencia, más a prejuicios del pasado que a la justa convicción en las realidades que imponen los tiempos presentes y que son admitidas, con carácter general, en las estructuras bursátiles de los países más desarrollados.

7. Mercados de aclimatación y mercados paralelos

En nuestro país no existen mercados de aclimatación o segundos mercados ni, por supuesto, mercados paralelos propiamente dichos. Una laguna que debería cubrirse como cierre del sistema global del mercado de valores. Los primeros cumplirían la función de preparar el ensanchamiento de las actividades de las Bolsas, y los segundos coadyuvarían a ir desarrollando, pausadamente, una negociación transparente sobre títulos que, por diversas causas, no han accedido al mercado.

En los *mercados de aclimatación* se facilitaría la contratación pública y ordenada de una serie de valores que, siendo aptos para su negociación en las Bolsas, no cumplen con una serie de condicionamientos que se exigen para la cotización oficial. En este aspecto, los valores que actualmente están admitidos a la *cotización oficial simple,* podrían pasar a negociarse en este segundo mercado, dejando para la Bolsa solamente los que hoy en día gozan de la cotización calificada. Se obtendría así una mayor clarificación del mercado y se acabaría con una distinción que, en la situación actual, no parece sino comportar un demérito para los títulos de cotización simple.

Más difícil parece, en la situación actual, tratar de crear un *mercado paralelo* para títulos no admitidos a cotización, ya que no se puede olvidar que la estructura de la mayoría de nuestras sociedades no facilita su negociabilidad. En todo caso, entendemos que la situación de capilaridad que presenta la organización territorial de los corredores de comercio les sitúa en condiciones inmejorables para acometer una tarea semejante. A través de sus organizaciones colegiales podría intentarse un empeño como el descrito.

En todo caso, es preciso aplicar con rigurosidad el principio de la *publicidad* en toda transmisión de valores realizada fuera de las Bolsas, para conocimiento general y transparencia de la negociación.

Los mercados de aclimatación pueden cumplir un papel de importancia primordial en la financiación de las *pequeñas y medianas empresas,* las cuales tienen prácticamente vedada la posibilidad de obtener recursos por medio del mercado de valores. Su propia debilidad financiera les impide acudir en demanda de fondos a los canales que brinda el mercado en su estructura actual.

Por ello estimamos que la apertura de un mercado específico, capaz de abrir un canal de financiación a las PYMES, incentivando a éstas para su crecimiento y acceso a la Bolsa, parece una meta interesante en orden a una ampliación del mercado de valores en nuestro país. El establecimiento de un *mecanismo de garantía* para los títulos ofertados en este mercado incrementaría las posibilidades que, teóricamente, le estamos asignando. Esta idea podría articularse por medio de la creación de *fondos especiales,* del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa o de las sociedades de garantía recíproca o del segundo aval.

8. La intermediación bursátil

Genéricamente considerábamos (83) que bajo la rúbrica de *intermediarios bursátiles* se podrían incluir a todas aquellas personas, organizaciones o instituciones que, de alguna manera, ejercen su actividad canalizando el ahorro nacional hacia la inversión en valores negociables en Bolsa. Pero, adentrándonos

más en el concepto, distinguíamos dos grupos de intermediarios: los *miembros de la Bolsa,* carácter que se atribuye a quienes, de una manera excluyente, desarrollan su actividad dentro de los límites de la institución bursátil, y los *demás intermediarios,* que comprenderían las otras categorías profesionales que, desde los más variados cometidos, coadyuvan al mejor funcionamiento del mercado. En este apartado haremos algunas breves referencias a los citados en primer lugar y que, en España, se identifican plenamente con los *Agentes de Cambio y Bolsa.*

En la situación en la que hasta hace poco tiempo (año 1977: publicación de normas para constituir asociaciones de agentes de cambio y bolsa, a tenor de la autorización acordada por el Decreto de 23 de agosto de 1975; año 1982: admisión de las sociedades instrumentales entre agentes mediadores colegiados) debieron desarrollar sus funciones los agentes de bolsa, encorsetados por rigurosas cautelas legales hasta un grado difícil de imaginar, no resulta extraño observar cómo su actuación profesional, si bien ha merecido plácemes en lo que atañe a su imparcialidad y a la seguridad económica y jurídica que introdujo en las negociaciones, no ha sido tan lisonjeramente calificada en su faceta de *market maker* (84), sin duda alguna porque se han desconocido las trabas legales que imposibilitaron una plena integración de los mismos en la «industria de los valores». Colocados, formalmente, en el centro del mercado, su actuación quedaba amputada en lo que, en la mayoría de los países, constituye una de sus funciones más características: la *comercialización de los servicios.*

No vamos ahora a repetir conceptos ya vertidos ampliamente en otra oportunidad, a la cual nos remitimos (85), pero sí a dejar sentados algunos principios de lo que, a tenor de la estructura bursátil diseñada con anterioridad, debería constituir el sustrato personal del mercado.

El agente de bolsa, incrustado en una organización colectiva capaz de prestar el mayor número de servicios a su clientela, ha de constituirse en el nervio y sostén del mercado, adoptando una actitud más activa que hasta el presente en la generación y ejecución de las negociaciones. Es previsible, si las condiciones en que se desenvolverá el sistema financiero en el futuro continúan por el camino emprendido —fundamentalmente en el tema de la desintermediación financiera— que las entidades que hoy monopolizan, prácticamente, el movimiento del mercado deban ceder una parcela importante de su campo actual en favor de otras instituciones que, aunque sólo sea por razón de costes, pueden competir con ellas en una situación francamente favorable. Y, en este aspecto, corresponde a los mediadores oficiales tomar la iniciativa, aunque sólo sea por su mayor conocimiento del mercado y su entorno, y sus mejores posibilidades de actuación comparativa.

Tres puntos importantes merecerían la atención de un estudio más profundo que ahora no podemos emprender. Tan sólo los dejamos consignados: primero, el aspecto de la *conexión entre mediadores de diferentes Bolsas;* segundo, la cuestión de la contrapartida, y tercero, la de los costos de intermediación.

En el primer caso, nos decantamos por la exigencia, a nivel de Bolsas nacionales, de la forma asociativa en la prestación de los servicios; la forma individual podría admitirse, en la alternativa, para los mercados locales. En todo caso, siempre serían admisibles las asociaciones entre mediadores de las diferentes plazas, bursátiles o no.

La *contrapartida* por parte de los mismos profesionales de la intermediación debería admitirse, en condiciones tales que evite riesgos de insolvencia o incumplimiento por parte de aquéllos.

En cuanto a los *costos de intermediación,* debería caminarse hacia un sistema que conjugase la libertad en su fijación con las necesarias cautelas que impidan un falseamiento de la competencia entre los profesionales, en base a un comportamiento desleal en la determinación de los mismos. La vigencia de un arancel de mínimos podría ser un sistema aceptable en el sentido que propugnamos.

IV. LAS BOLSAS DE VALORES ESPAÑOLAS EN EL MARCO DE LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA

En un reciente Congreso sobre el futuro del mercado de títulos de capital-riesgo (86), las intervenciones del premio Nobel de Economía Jan Tinbergen y de los profesores Albin Teffler y Henry Kauffman pusieron en

evidencia el importante papel que al mercado de acciones corresponderá en el futuro, porque su existencia y dinamismo son esenciales para la supervivencia de los sistemas de economía libres. Pero, sobre todos los matices que se barajaron, ninguno de ellos dudó en resaltar que la internacionalización de los mercados de valores constituye una meta ineludible, impuesta por las necesidades de capitales que demanda el proceso de crecimiento económico al que se encuentra abocada la sociedad. La mejora de los sistemas de comunicación e información y la creación de los bancos de datos colaborarán eficazmente en esta dirección.

Nuestro mercado de capitales, con las perspectivas de acceso de España a la CEE, no puede desconocer el reto que se le avecina, y de ahí que deba, desde ahora, acometer la tarea de poner a punto sus mecanismos para que, llegado el momento de la adhesión, sea fácil su acoplamiento con el menor costo posible.

1. El mercado europeo de capitales

El Tratado de Roma, que instituyó la CEE, establece como uno de sus cuatro pilares básicos la *libertad de circulación de los capitales* en el seno de la Comunidad (art. 67). A este respecto, señala Mosca (87) que la liberalización de los movimientos de capital, constituyendo una condición necesaria para el desarrollo de un mercado europeo de capitales, no es por sí sola una condición suficiente; ésta debe ir acompañada por una coordinación de las políticas de las autoridades nacionales con relación a sus propios mercados, para el logro de una armonización en sus mismas estructuras.

Esta idea nos plantea el tema de la necesidad de ir acomodando la estructura de nuestro mercado de capitales a la que se va diseñando en el seno de la Comunidad.

Como puso de relieve Georges-Picot (88), el mercado financiero de la CEE supone un conjunto de mecanismos propiamente europeos que deben permitir que los capitales del área del MEC sean invertidos, a largo plazo, en Europa, en beneficio principalmente de los prestatarios o de las sociedades europeas.

Para el autor citado anteriormente, tres son las causas principales que han convertido en indispensable la implementación del mercado europeo de capitales: en primer lugar, la existencia del propio Mercado Común desde el punto de vista estrictamente comercial; en segundo término, la concentración y el crecimiento de las empresas europeas, que ha desbordado sus posibilidades de financiación en un plano estrictamente nacional, impeliéndolas a buscar recursos allende sus fronteras y, por último, la estrechez de cada una de las Bolsas de valores europeas si se las compara con otras, como Nueva York o Tokio.

Si en el mercado del crédito las relaciones interbancarias se han desarrollado con bastante agilidad, creándose uniones u organismos que han sabido responder con premura a las demandas de financiación a corto plazo (89), no puede decirse lo mismo respecto de la respuesta del mercado de capitales.

El Rapport Segré (90), al reflexionar sobre las condiciones y modalidades de desarrollo del mercado europeo de capitales, comienza por reconocer que las tasas de ahorro y de formación bruta de capital en la CEE se «sitúan favorablemente en las comparaciones internacionales», aunque la imperfección de los mecanismos de ajuste constituya un factor de agravación del desequilibrio que actualmente se refleja a nivel global entre la oferta y la demanda de capitales.

Este mismo informe sitúa las acciones a desarrollar, en este campo, en el plano de dos realidades diferentes; primera, acometiendo reformas institucionales en los mercados nacionales, «numerosas y profundas» puntualiza, que puedan dar lugar a la creación de un mercado europeo de capitales; segunda, desde una óptica funcional, que se promueva —por un lado— la supresión de obstáculos y —por otro— que se incentive la actividad de los intermediarios financieros, logrando un incremento, a corto plazo, de la eficacia de éstos.

El Rapport Werner (91) estableció los principios para la realización, por etapas, de la unión económica y monetaria de la CEE, la cual tendría que estar concluida en un plazo de diez años, es decir, en 1980. Entre el punto de partida y el de llegada debería actuarse en un conjunto de frentes, uno de los cuales implicaría «la integración de los mercados financieros». Para la primera fase de la unión, el Comité propone «la liberalización de los movimientos de capitales... tomando nuevas medidas y, especialmente, como primer paso, fijar un *plafond* de liberalización para las emi-

siones de valores mobiliarios por los residentes de los otros países miembros. Al mismo tiempo, sería oportuno iniciar una acción armonizadora en aspectos más técnicos, en especial la reglamentación de los intermediarios financieros, las condiciones de funcionamiento de las Bolsas, los instrumentos jurídicos de las transacciones financieras...». Desgraciadamente, los acontecimientos financieros surgidos al principio de la década de los setenta —principalmente la crisis del dólar y su declaración de inconvertibilidad en agosto de dicho año— paralizaron el proceso diseñado. Pero, como expuso Rodolphe Dewaay (92), al margen de todas las disposiciones oficiales, se ha ido creando, por generación espontánea, un mercado de capitales que, al correr del tiempo, ha logrado una importancia considerable. En su origen se denominó mercado de «euro-dólares» para acabar siendo de «euro-divisas». Es un mercado más internacional que europeo, que ignora las fronteras y las reglamentaciones oficiales y cuyo funcionamiento se ha revelado como extraordinariamente satisfactorio.

Una ramificación de este mercado constituyó el de las «euro-obligaciones» que, como consecuencia de la instauración en USA del *interest equalization tax,* se refugió en Europa de la mano de los hábiles intermediarios europeos y americanos que, haciendo gala de una imaginación sin límites, ampliaron de esta forma el mercado que antes prácticamente estaba radicado en Nueva York.

Muchas emisiones internacionales de obligaciones sobre el mercado europeo están admitidas a cotización en varias Bolsas europeas, beneficiándose su negociación de la rapidez actual de los medios de comunicación. No obstante, casi desde un primer momento, se sintió la necesidad de regular este mercado, tarea ciertamente difícil si se considera la extraordinaria movilidad de los recursos que en él hacen acto de presencia, y que no podían ser controlados simplemente por medio de la coordinación de las políticas monetarias.

De aquí que se plantease la necesidad de organizar coherentemente el mercado de valores de carácter internacional, dentro de la política de ajuste global de los sistemas financieros (93).

2. El mercado europeo de valores

El mercado europeo de valores (euro-mercado), «el más habitual para la mayoría de los prestatarios españoles», como anota Mata López (94), está compuesto por el mercado de *euro-valores* y por un cierto número de *mercados interiores* en los que los prestatarios extranjeros emiten títulos, y cuyas características comunes —como indican Gelardin y Labes (95)— son las siguientes: los valores internacionales se emiten en mercados distintos de los del mercado interior del prestamista; los pagos de intereses están libres de las retenciones de impuestos; la gran mayoría está disponible en la forma de títulos al portador; todos estos valores, casi sin excepción, emitidos en los mercados internacionales, están garantizados y, en casi todos los casos, las emisiones de estos valores internacionales se ofrecen al público en más de una Bolsa de valores, aunque el papel se gestiona comúnmente en un corrillo determinado. Como una consecuencia inherente a su naturaleza internacional, no es posible que exista una autoridad legal soberana que regule la práctica de este mercado, y de ahí que se haya establecido en Zurich, a partir de 1969, una «Asociación de Comerciantes de Bonos Internacionales» (AIBD), que se ocupó de analizar los problemas relacionados con el mercado de valores internacionales y de dictar ciertas normas que regulasen las relaciones entre los participantes en el mismo (96).

El desenvolvimiento del mercado europeo de valores requiere dos precisas condiciones: por una parte, el funcionamiento de un sistema eficaz para la *emisión y colocación* de los títulos y, por otra, una organización suficientemente rápida y amplia para la movilización o *negociación* de los valores emitidos.

Por lo que se refiere al primer punto, influyen una serie de factores (tales como la nacionalidad y el crédito del prestatario, importe de la emisión, las condiciones del mercado en cada momento, la denominación de la divisa, el ofrecimiento público o privado, etc.) que, en último término, dependen de la habilidad del director jefe designado por el prestatario para manejar la operación (97).

Más interés ofrece, a nuestros efectos, analizar el mercado secundario de estos *valores con vocación internacional* (98), cuya negociación se efectúa, según los dos supuestos anteriormente identificados, por medio del *mercado oficial* —constituido por el conjunto de las Bol-

sas que los admiten a contratación— o a través del *mercado paralelo* que supone la existencia de una red de operadores que, por medio de un sistema de comunicaciones convenido entre ellos, se encuentran dispersos por el área de la Comunidad y conectados con intermediarios de otros lugares diferentes (principalmente USA, Japón, Hong-Kong, Singapur y los países petroleros del Golfo Pérsico).

Diferentes cuestiones, de gran importancia, dificultan el desarrollo del mercado europeo de valores. Sin ánimo exhaustivo, se pueden citar como principales las referidas no sólo a la *diferente concepción institucional* de las Bolsas de valores, sino al más genérico problema del *control de cambios* (99), al *tratamiento fiscal* aplicable a los rendimientos de los capitales invertidos, cuyo análisis ha hecho correr ríos de tinta, y a la *seguridad jurídica* de las transacciones, en todos sus aspectos (100).

Entendemos que no es éste lugar adecuado para un tratamiento de las cuestiones señaladas, a excepción de la primera de ellas, a la que vamos a ceñir nuestra exposición en el apartado siguiente.

3. La integración bursátil europea

El Rapport Segre se definió en el sentido de que «una armonización de las reglas de funcionamiento de los mercados bursátiles, es una condición necesaria para la creación de un mercado europeo» de capitales.

Este tema, a partir sobre todo de la publicación del Informe Werner, ha suscitado la atención por parte de las diferentes Bolsas que operan en el seno de la CEE; interés espoleado después de la integración del Reino Unido en la Comunidad (101). Se han observado dos posturas en el planteamiento y solución del tema: primera, los partidarios de una *Bolsa europea supranacional* creada *ex novo;* segunda, los que se decantan por una *integración o interpenetración* de los diferentes mercados europeos de valores, reforzando la cohesión de sus Bolsas para conseguir un amplio mercado de títulos que operaría en diferentes lugares geográficos.

a) *Una Bolsa europea supranacional*

La idea de establecer *ex novo* una Bolsa europea supranacional creemos que constituye el último estadio de la evolución de un proyecto lanzado, en el ya lejano 1964, por Hopper (102), cuando, previendo la adhesión de Gran Bretaña a la CEE, propuso que el London Stock Exchange, en razón a cumplir las condiciones indispensables teóricamente requeridas para ser un mercado financiero evolucionado (103), debería ser en el futuro el mercado de valores europeo por excelencia. En el mismo año vio la luz un informe elaborado por el alemán H. J. Abs (104), en el cual, al estilo de instituciones como el Banco Mundial, el Banco Europeo de Inversiones o el Banco de Desarrollo Interamericano, se refería a la posibilidad de crear un tipo de institución similar, capaz de movilizar el ahorro privado de la Comunidad.

La Asociación Italiana para el Estudio de los Problemas del Crédito, en la reunión celebrada en la ciudad de Spoleto, en 1980, retoma la idea original y se plantea la posibilidad de crear una especie de mercado de valores europeo de carácter supranacional, mediante una red de Bolsas interconectadas que abarcaría los siguientes parquets: Milán, París, Londres, Franckfort, Zurich y Madrid-Barcelona. El mayor interés del proyecto radica en la ubicación espacial de este mercado y en la divisa en la que deberían realizarse las transacciones.

Un relanzamiento más analítico del modelo bursátil supranacional ha sido objeto de detenido examen en un Coloquio mantenido en Bruselas, en noviembre de 1980, donde se han puesto de manifiesto las ventajas e inconvenientes que su puesta en práctica acarrearía. Apoyándose en los ejemplos que suministra la *amalgamation* de las Bolsas inglesas e irlandesas y en el sistema integrado norteamericano (National Market System) se ha defendido un patrón de integración bursátil, a nivel europeo, que con el tiempo desembocaría en el ideal de una Bolsa única para la negociación de los valores con vocación internacional.

Las críticas a este prototipo de Bolsa se hicieron patentes desde el primer momento. Aparte del problema que implicaría la elección de uno de los tres modelos de sistemas bursátiles que se admiten en Europa (anglosajón, germánico y latino), Flornoy (105) ha puesto de relieve otras cuestiones relativas a la localización geográfica, administración, estructura de la intermediación, modalidades de contratación, control administrativo y monetario e, incluso, connotaciones políticas de muy difícil solución, que han eviden-

ciado las enormes dificultades que, al menos en la situación actual, comporta la realización práctica de un planteamiento semejante (106).

En la hipótesis de una eventual organización supranacional del mercado bursátil europeo, parece incuestionable que su localización geográfica, derivada de sus propias condiciones estructurales, radicaría en el London Stock Exchange, porque —como puso de relieve hace ya más de veinte años el redactor de *L'Echo de la Bourse* M. Demain (107)— sus ventajas frente al resto de las Bolsas que podrían ser candidatas a sede —París, Bruselas y Luxemburgo, fundamentalmente— son incontestables. Si las propuestas de máxima liberalización del mercado británico que contiene el recientísimo Rapport Gower, se llegan a aplicar al menos en sus postulados fundamentales, es evidente que su posición preeminente se verá ampliamente reforzada frente al resto de las Bolsas comunitarias (108).

De cualquier forma, la creación de la Bolsa de opciones de Amsterdam, con carácter de supranacionalidad, puede constituir toda una premonición que no debe ser minusvalorada.

b) *Una Bolsa europea interconectada*

Ante las evidentes dificultades y, por qué no decirlo, recelos que se derivan del proyecto de Bolsa supranacional, los estudiosos del tema, haciendo gala de un pragmatismo no elogiado unánimemente, han propuesto como alternativa la creación de una red integrada de las diferentes Bolsas que actualmente operan en el seno de la CEE.

Pese a las dos Directrices comunitarias, de 1960 y 1962 (109), relativas a la libertad de movimientos de capital, la cuestión bursátil no ha sido tratada con cierta coherencia y profundidad hasta los primeros años de la década de los setenta, en los que se producen dos eventos de importancia: la Convención de Bolsas celebrada en Milán, en 1972 (110), y la Conferencia, inspirada por la Bolsa de Londres en octubre del mismo año, sobre «The integration of European Securities Markets», que pusieron de manifiesto el despertar del interés por unas instituciones que, en frase de Tugendhat, Comisario de las Comunidades Europeas (111), «deben jugar un importante papel en el desarrollo de la CEE en los años ochenta, cuando el mundo industrializado está saliendo de una recesión prolongada, con una perentoria necesidad de formación de capital privado».

El *Boletín Oficial de la CEE* (número C-287/29, de 9 de noviembre de 1981) publicó una Resolución del Parlamento europeo —fecha 13 de octubre de 1981—, en la cual —apoyándose en una propuesta anterior (Documento 1-1/79) y en un Informe elaborado por sus comisiones económica y monetaria y jurídica (Doc. 1-190/81)— se introducen una serie de principios que deberían regir la creación de un sistema de mercado de valores mobiliarios de ámbito comunitario. Los puntos esenciales que, a efectos de nuestro estudio, conviene subrayar, son los cuatro siguientes: *a)* la necesidad de crear, mediante una interpenetración creciente de los mercados, un verdadero sistema de mercado europeo de valores, estimulando, para ello, la tendencia general a la creación de relaciones interbolsas que propicien una necesaria interpenetración de los mercados; *b)* incitar a una colaboración más eficaz por parte de las autoridades bursátiles de cada uno de los países miembros, removiendo los obstáculos que existen en la actualidad, para favorecer una interconexión óptima de sistemas automatizados de transacciones bursátiles; *c)* subrayar que no parece conveniente la instauración de una Bolsa única, porque conllevaría trabas en orden a hacer prevalecer la noción de libre elección por parte del cliente —principio esencial de la sociedad de libre mercado—, y *d)* destacar que la interpenetración de los mercados de valores mobiliarios en la CEE no debe efectuarse en detrimento de las bolsas regionales, las cuales deben jugar un papel esencial para la promoción de las pequeñas y medianas empresas y para el desarrollo regional, debiendo estar estrechamente asociadas a los programas de racionalización del mercado, beneficiándose de ellos.

En la tercera redacción del informe original preparado, en septiembre de 1982, para la Comisión de las Comunidades Europeas y el Comité de Bolsas por Michael Hall y Malcolm Duncan (112), proponen los autores que, continuando el camino emprendido de armonización funcional de las Bolsas, al que haremos en su lugar una breve referencia, la «euro-bolsa» (113) se establecería en tres etapas del tenor siguiente: 1.ª, fase de «interconexión indirecta», que implicaría la conexión de los miembros de las distintas Bolsas entre sí, mediante un sistema de telecomunicaciones tan sofisticado como sea menester. Varios problemas han de resol-

verse en este contexto: los procedimientos de negociación y comunicación, la afiliación de los miembros, la admisión a cotización de los valores, las comisiones y liquidación de las operaciones, puntos todos ellos que, a su vez, presentan peculiaridades dignas de análisis (v. gr.: contrapartida; horas de funcionamiento del sistema; valores sobre los que se podría negociar; formación de cambios; modalidades operativas; etcétera). Esta primera fase podría realizarse en un plazo comprendido entre los dieciocho meses y los dos años después de la aprobación de un plan técnico adecuado; 2.ª, en la segunda fase la red entre los miembros se extendería a los parquets, mediante un sistema de unión que no correspondería a una integración propiamente dicha, sino al establecimiento de un procedimiento adecuado para el arbitraje entre Bolsas y la instalación de unos *trading posts* electrónicos en los diferentes parquets, lo que facilitaría la conclusión de tales formas operativas (primer paso para lograr una «interconexión directa», en el decir de sus autores), y 3.ª, en la fase última, se trataría de establecer un sistema de «mercado homogéneo» gestionado en común por las Bolsas europeas y que, en resumen, permitiría tratar los valores de mayor importancia negociados en la Comunidad y que mantendría un equilibrio entre las cotizaciones de todas las Bolsas integradas. El objetivo de este sistema sería similar al del NMS de USA, y se alcanzaría plenamente hacia el año 1990.

El problema de la liquidación de las operaciones tal vez sea el más arduo que plantea, desde sus inicios, el plan diseñado, pero su solución podría venir impuesta por un perfeccionamiento de alguno de los procedimientos existentes, como el Euroclear y el Cedel (114) sólidamente implantados en el campo de los títulos de rentabilidad, que podrían servir para tal finalidad en el conjunto del mercado.

Naturalmente, el sistema propuesto por Hall y Duncan no ha satisfecho a todos los interesados y, principalmente, a la propia Dirección de las Instituciones Financieras de la Comisión de las Comunidades Europeas, la cual, en observaciones efectuadas en 7 de julio y 27 de septiembre de 1983, viene a deschechar en parte el proyecto, tachándolo de parcial y, sobre todo, de obstaculizador del rápido proceso de creación de la «euro-bolsa» en el que, globalmente, se confía. La Asamblea General del Comité de Bolsas del MEC debatió ampliamente, en octubre de 1983 en su reunión de Atenas, el referido Informe.

Es evidente que el tema comporta dificultades que, sin una adecuación general de ciertos aspectos estructurales y técnicos, pueden parecer irresolubles. Por ello, en los últimos años, la Comisión ha publicado una serie de Directrices que atañen a distintos aspectos de la armonización propugnada. El día 25 de julio de 1977 la Comisión hace una «recomendación» a los Estados miembros a propósito de un «código de conducta» para las negociaciones relativas a valores mobiliarios (115); el 19 de enero de 1979, la misma Comisión transmite al Consejo una proposición de Directriz relativa a la «información periódica» a publicar por todas las sociedades cuyos valores cotizan en Bolsa (116), y el 5 de marzo del mismo año se adoptó otra referida a las «condiciones de admisión en Bolsa de los valores mobiliarios» (117), con las que se intenta establecer un clima de confianza en los valores cotizados en Bolsa, idea confirmada por la Directriz adoptada el 20 de diciembre sobre coordinación y contenido del «prospecto» a publicar con antelación a que los títulos sean admitidos oficialmente. El 24 de septiembre de 1981 (118) la Comisión dio su parecer sobre la propuesta de Directriz (119) relativa al prospecto en caso de «oferta pública de suscripción o venta» de valores, para en 1982, con fecha 15 de febrero, reformar la Directriz sobre «información periódica», lo que igualmente sucede el 19 de julio con la publicada el 24 de septiembre del año anterior.

Como interesante ha de hacerse notar que la Comisión es consciente de la necesidad de permitir un mayor grado de competencia a los intermediarios bursátiles, tanto a los genéricos (120) como a los agentes de Bolsa, respecto a los cuales la citada Comisión llegó a la conclusión de que «el momento no es el apropiado para proponer una Directriz sobre el tema, ya que para los agentes que sean personas físicas la libertad de establecimiento no parece presentar ningún interés práctico, y para los que son personas morales el problema está relacionado con la reforma de las estructuras de los mercados mobiliarios, reforma que, por el momento (año 1979), no parece apropiado tratar de emprender. No obstante, la Comisión se propone seguir sus acciones para obtener que los Estados miembros que apli-

can todavía una cláusula de nacionalidad para la admisión en las actividades de agentes de Bolsa supriman ésta en el más breve plazo posible» (121).

Al margen de estas andaduras técnico-legales, la implantación de sistemas de interconexión operativa de las Bolsas europeas es ya una gozosa realidad. El proyecto IDYS (Interexchange Data Information System), programa de intercambio de información sobre valores que coticen en más de una Bolsa, patrocinado por las instituciones de la propia CEE, constituye una prueba evidente del interés, incluso político, que despierta la «euro-bolsa».

c) *El futuro del mercado europeo de valores*

A nuestro entender, los dos planteamientos analizados, como ya se indicó, presentan sus ventajas e inconvenientes. La Bolsa supranacional minimiza la importancia de los mercados nacionales, pero el sistema de interconexión producirá, pese a todo, una situación concurrencial que, naturalmente, se saldará con ventaja para las Bolsas más operativas (cuantitativa y cualitativamente), en detrimento de las menos desarrolladas. Y estas diferencias se harán notorias en todos los aspectos del mercado y, por tanto, en la actuación de los propios intermediarios.

Es decir que, en cualquiera de las hipótesis, se produciría un movimiento de concentración sobre uno o varios —muy pocos— mercados bursátiles, con grave perjuicio para el resto. Unas pocas Bolsas acapararán la negociación de los valores con vocación internacional, quedando el resto reducidas a simples mercados de valores locales.

Por ello consideramos que, de adoptarse el modelo de Bolsa supranacional, y pese a todos los inconvenientes anotados —que no queremos desconocer, pero que pueden tener una solución tanto legal como técnica—, se estaría ganando tiempo en favor de la creación de un verdadero mercado de valores europeo; el cual, por otro lado, y aún aceptándose el sistema de la interconexión —formalmente más cómodo en sus inicios— acabará, por las razones ya indicadas y por la propia dinámica de concentración que inexorablemente se produce a escala nacional en este campo, localizándose —a escala europea— en una plaza determinada, la que ofrezca mayores ventajas comparativas.

Si la concentración de operaciones, en nuestra opinión, constituye el camino más adecuado para dotar de transparencia al mercado y, en último término, reafirmar su eficiencia, parece claro que debemos concluir aceptando como más idónea la idea de crear *ex novo* una Bolsa supranacional que la de transitar por una senda —la interconexión— que al final, y después de muchos rodeos, nos conducirá a una situación muy parecida a la patrocinada en primer término.

4. Las Bolsas españolas ante la CEE

La integración de las Bolsas españolas en la CEE forma parte de un proceso mucho más complejo, como es el de la integración de nuestro sistema financiero en el del conjunto de los países europeos (122).

Las Bolsas autóctonas, ante el reto que plantea el ingreso en la CEE, se encuentran, de partida —como se expuso anteriormente—, en una situación de clara desventaja; horizonte que previsiblemente, con la creación de nuevos centros de contratación por parte de las Comunidades Autónomas, podría acentuarse peligrosamente.

De aquí que, a los efectos de nuestra presencia en el euromercado de valores, creamos más conveniente la adopción del modelo de Bolsa supranacional que el alternativo de la interconexión. Si la «única política racional» en este tema radica en que «será la concurrencia entre las diferentes Bolsas europeas la que determine la organización que haya de prevalecer» en el mercado europeo y «no los poderes comunitarios» como se ha escrito (123), la conclusión lógica para el porvenir de nuestras Bolsas en el seno de la Comunidad, de persistir la situación actual, no creemos que pueda ser más desalentadora: nos veremos reducidos a simples mercados residuales en el ámbito de la CEE, porque incluso nuestros propios valores con vocación internacional —que cada vez serían más numerosos— acabarán contratándose con mayor fluidez en otros centros europeos donde, por tradición y acreditado dinamismo, confluyen el mayor número de ofertas y demandas sobre este tipo de activos.

El legislador español, desde hace unos años, y con posterioridad a la publicación del informe emitido por la Comisión para la reforma del mercado de valores, ha seguido con puntual diligencia los pasos dados por los organismos de la CEE. Y así

estamos asistiendo a un proceso de acercamiento formal de nuestra normativa bursátil a la emanada de la Comunidad. En 1980, se dictan cuatro Reales Decretos referidos a cotización calificada (124), información financiera (125), ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios (126), y regularización de órdenes de compraventa y del régimen de las operaciones de aplicación (127), con las que se busca dotar a las Bolsas nacionales de una mayor eficacia vía transparencia y ampliación del mercado. La O. M. de 10 de abril de 1981 establece las operaciones de crédito al comprador y vendedor en las negociaciones bursátiles de contado y el R. D. número 1.536, de 13 de julio del mismo año, intenta acompasar, entre otros extremos, las formas de contratación a lo ya vigente en otros mercados exteriores. La próxima normativa, ya anunciada, sobre instituciones de inversión colectiva tratará de seguir, presumiblemente, el esquema que se está diseñando en la CEE.

Los esfuerzos que se están realizando, aun siendo muy encomiables, creemos que serán baldíos para nuestra integración si no se acomete la tarea principal, por un lado, de liberalizar los movimientos de capital aligerando sustancialmente las normas vigentes de control de cambios y, por otro, de armonización fiscal con el resto de la Comunidad.

Al margen de las consideraciones hechas, es lo cierto que, en todo caso, y desde el punto de vista estrictamente institucional, el legislador español debe emprender, «sin prisa pero sin pausa», una tarea de estructuración del futuro sistema bursátil bajo el prisma de una España adherida a la CEE, que habría de contemplar no sólo el diseño del «mapa bursátil nacional», sino la concreción de las «coordenadas funcionales» en las que deben desarrollar su actividad las Bolsas de valores, uno de cuyos primeros pasos debería ser el de autorizar, con las mínimas condiciones posibles, las operaciones sobre valores extranjeros de reconocida solvencia en nuestros parquets, lo que ayudaría a la iniciación de una especie de «rodaje» en el campo internacional que, a buen seguro, sólo ventajas comportaría de cara a un futuro que se nos avecina rápidamente.

En una Europa de Bolsas interconexionadas, sólo las Bolsas españolas de auténtica categoría nacional, cualquiera que sea su calificación formal, podrán encontrarse en situación de intentar asumir el riesgo que comporta su acoplamiento, en un marco eminentemente competitivo, con el exterior.

Por otra parte, la situación española, por su privilegiada relación con los países iberoamericanos, podría hacer de nuestras Bolsas el vehículo idóneo, el medio de enlace preciso, con los mercados de aquella zona, cuyas posibilidades, hoy subestimadas por circunstancias excepcionales, no pueden ni deben desconocerse en absoluto (128).

NOTAS

(1) TRIAS FARGAS considera las funciones reseñadas como las propias del sistema financiero en general (canalización del ahorro hacia la inversión adecuada), el cual actúa en la práctica mediante una serie de funciones específicas y concretas de técnica financiera que se realizan en submercados financieros singulares, mediante instrumentos o títulos negociables *(El sistema financiero español,* Barcelona, 1970, páginas 65 y 115-116).

(2) Con evidente gracejo, C. A. DUPLAT escribió recientemente, que el mercado financiero está dividido en dos apartados: el mercado «de nuevo» o mercado primario y el mercado financiero «de ocasión» o mercado secundario; este último constituye la Bolsa de valores *(Le Bourse démystifiée,* París, 1983, pág. 70).

(3) Estos son los mercados que HENNING, PIGOTT y SCOTT denominan, muy gráficamente, *face to face,* porque las condiciones en las que se desarrollan las negociaciones se establecen directamente entre las partes interesadas *(Financial markets and the economy,* 2.ª ed., Nueva Jersey, 1975, pág. 10).

(4) M. STIGUM identifica el término por nosotros utilizado —mercado financiero— con el de «mercado de capitales», bajo el cual engloba el conjunto del *stock market* (mercado de acciones), el *bond market* (mercado de obligaciones) y el *money market* (mercado de activos cuasi-monetarios) *(The money market,* Nueva York, 1983, página 7).

(5) Esta distinción no es aceptada unánimemente, toda vez que, por ejemplo, para TRIAS FARGAS, el mercado de deuda pública a largo plazo se debería incluir en el «mercado de dinero» *(El sistema...,* cit., págs. 108, 116 y ss.).

(6) Para una primera aproximación a este tema, nos remitimos a la publicación colectiva *El uso de los futuros financieros para la Banca y las grandes empresas españolas,* Ed. Instituto de Empresa, Madrid, 1982.

(7) Confirma esta idea G. GIL, al escribir que «la expresión mercado de capitales incluye en realidad un conjunto de mercados que, si bien tienen una serie de rasgos comunes, también presentan características diferenciales *(Sistema financiero español,* 2.ª edición, Madrid, 1983, pág. 119).

(8) W. J. FRASER y W. P. YOHE, distinguen entre el «mercado de crédito», el «mercado de dinero» y el «mercado de capitales» *(Introduction to the analysis and institutions of money and banking,* Nueva York, 1966, págs. 136 y ss.).

(9) Coinciden estas ideas, en gran parte, con la clasificación que R. TERMES introduce entre los distintos componentes del «sistema financiero», aplicable al caso español («La función de la banca privada en la liberación del sistema financiero», en *Rev. Derecho Bancario y Bursátil,* año II, n.º 7, Madrid, pág. 629).

(10) Vid. H. E. DOUGLAS, *Capital Markets and Institutions,* Nueva Jersey, 1965, págs. 6 y ss.; L. BARALLAT, «Una nota sobre el mercado monetario y la Bolsa», en *Información Comercial Española,* n.º 596, abril 1983, págs. 39-40.

(11) E. DI TOMMASI se refiere a esta distinción al señalar que en el «mercado de capital de crédito» se negocian inversiones cuyas modalidades de duración y remuneración están prefijadas, mientras que en el «mercado de capital de riesgo» se negocian inversiones con una duración contractual indeterminada y cuya remuneración está, de ordinario, ligada a los resultados obtenidos a través del desarrollo de una determinada actividad económica *(La Borsa valori,* Padua, 1982, pág. 10).

(12) «Constitución, modelo económico y nacionalizaciones», en *Rev. Derecho Bancario y Bursátil,* n.º 9, enero-marzo 1983, pág. 11.

(13) Para FUENTES QUINTANA se trata, en este caso, de un sistema en el que los procesos económicos están preponderantemente coordinados y orientados por las elecciones sociales que emanan del sistema de precios surgido de la confrontación de planes individuales *(Hacienda pública. Introducción. Presupuestos e Ingresos públicos,* Madrid, 1973, pág. 3).

(14) COMITE DES TRANSACTIONS INVISIBLES, *Etudes sur les marchés de capitaux. Rapport general,* París, 1967, pág. 11.

(15) Sobre este tema nos remitimos, fundamentalmente, a los siguientes trabajos: M. GARCÍA PELAYO, «Consideraciones sobre las cláusulas económicas de la Constitución», en la obra colectiva *Estudios sobre la Constitución española de 1978,* Zaragoza, 1979, págs. 29 y ss.; J. I. FONT GALÁN, «Notas sobre el modelo económico de la Constitución española de 1978», en *Rev. Derecho Mercantil,* n.º 152, 1979, págs. 205 y ss.; obra colectiva, dirigida por F. GARRIDO FALLA, *El modelo económico en la Constitución española,* dos tomos, Madrid, 1981; J. DUQUE, «Consideraciones sobre el modelo económico del Anteproyecto de Constitución», en *Sal Terrae,* febrero 1978, pág. 99.

(16) TERMES, *La función de la Banca privada...,* cit., pág. 629.

(17) *Etudes sur les marchés,* cit., páginas 11 y 226 y ss.

(18) *Etudes sur les marchés,* cit., páginas 12 y 227 y ss.

(19) Nos remitimos a L. J. KEMP, *World money and capital markets,* Londres, 1981, págs. 80 y ss.

(20) Nos remitimos a M. BONI y G. M. GROS-PRIETO, *La concentrazione Industriale in Italia,* Milán, 1967; P. SARACENO, *L'Economia dei Paesi Industrializzati,* Milán, 1970; R. ARGENZIANO, *Il finanziamento delle imprese industriali,* Milán, 1963.

(21) Nos remitimos a F. FERNÁNDEZ FLORES, *Derecho y política bursátil,* Barcelona, 1972, pág. 90, nota 46.

(22) Para conocer la práctica inglesa, nos remitimos a M.ª T. GISPERT, «La problemática legal de la inversión mobiliaria en Gran Bretaña», en *Rev. Derecho Bancario y Bursátil,* n.º 5, págs. 42 y ss.

(23) A. BERLE y G. MEANS subrayan que, en un sistema financiero desarrollado, el papel de los mercados negociados (es decir, en su concepción, la creación de circuitos financieros sustraídos a la disciplina del mercado) es más importante que el de las Bolsas de valores, a las cuales se vacía

de contenido, limitándolas a ser un mercado de títulos de renta fija de emisiones públicas *(The modern Corporation and private property,* Nueva York, 1932, pág. 47).

(24) *I recenti progressi economici e la funzione delle Borse valori,* Milán, 1960, página 469.

(25) «Il finanziamenti delle societá», en VARIOS AUTORES, *La grande impresa nella societé moderna,* Milán, 1970, pág. 163.

(26) R. D. AUERBACH denomina a estos mercados «informales» porque en ellos, aunque suelen existir normas contractuales estrictamente observadas, el mercado, en si mismo, no tiene reglamentación formal alguna *(Financial Markets and Institutions,* Nueva York, 1983, pág. 26). Para un detalle de sus características, nos remitimos a las Ponencias del *Congreso nacional de inversión mobiliaria,* tomo I, Madrid, 1978, pág. 108. Como ejemplo típico de la práctica comparada, se citan el *Over the Counter Market* de USA, donde se negocian unos ocho mil valores, de los cuales casi tres mil operan en el subsistema NASDAQ (red de negociación por computadoras, con vendedores y compradores geográficamente dispersos), el sistema ARIEL británico y el EUREX luxemburgués.

(27) Nos remitimos principalmente a W. J. BAUMOL, *The Stock Market and Economic Effiency,* Nueva York, 1965, y a P. MATEOS, *Inversión colectiva. Test sobre la eficiencia del mercado de valores en España,* Madrid, 1977, págs. 153 y ss. AUERBACH indica que el término «eficiente» se refiere a los mercados en los cuales toda información de interés es rápidamente —inmediatamente— incorporada en el precio de los activos que son vendidos en el mercado. En este sentido, la palabra «eficiencia» es usada para designar los mercados que rápida y cuidadosamente reflejan el precio de los títulos de acuerdo con las evaluaciones de los participantes en el mercado *(Financial markets...,* cit., pág. 35). Por su parte, HENNING, PIGOTT y SCOTT señalan que la eficiencia de un mercado podría ser considerada en términos de costos de intermediación *(Financial markets and the economy,* cit., pág. 333), cuestión ésta que ha sido subrayado muy recientemente en las discusiones sobre reformas del London Stock Exchange (año 1983).

(28) *Técnica operativa delle Borse valori,* 2.ª ed., Perusa, s/f., pág. 24.

(29) *La Borsa valori. Funzioni ed efficienza dell'Istituto nei moderni contesti economico-sociali,* Milán, 1972, pág. 76.

(30) Nos remitimos al interesante documento presentado a la Asamblea General de la FEDERACION INTERNACIONAL DE BOLSAS DE VALORES, en la ciudad de Río de Janeiro, el año 1978, con el título *Fragmentation du marché sur les bourses membres de la F.I.B.V.* (Comisión de Trabajo).

(31) En este sentido, la posibilidad de apertura de las Bolsas a las PYMES constituye uno de los últimos hallazgos en la evolución de la institución. Valga como ejemplo lo acaecido en Francia recientemente, donde el Ministerio de Economía, mediante sendas órdenes de 3 de enero de 1983, ha estructurado el acceso al mercado bursátil de las medianas empresas, a través del perfeccionamiento del «segundo mercado» o mercado de aclimatación de valores para su posterior entrada en la cotización oficial, que había sido creado mediante una resolución de la COB del 29 de noviembre de 1977. Para un conocimiento pormenorizado del tema, nos remitimos a I. FLORNOY, «Le second marche», en *Banque,* 1983, págs. 263 y ss. Por su parte, la OCDE, señala que «el mercado de valores debe facilitar a todos los sectores de la actividad económica, nacional e internacional, los medios para procurarse capitales y colocar el ahorro» *(Mercados autónomos de valores mobiliarios,* ed. española, Madrid, 1976, pág. 12).

(32) La irrupción, por ejemplo, de los «fondos de pensiones» en la dinámica de la inversión mobiliaria, puede representar un impacto de primera magnitud en la nueva distribución de la propiedad de las empresas. DRUKER señala que, a través de dicho instrumento, se producirá una «socialización» de la economía norteamericana, sin pasar por la nacionalización o estatalización, dando lugar a lo que denomina el «socialismo descentralizado de mercado». En esta tesitura, el mismo autor predice que para 1985 los fondos de pensiones podrían ser propietarios del 50 por 100 del capital de las sociedades operantes en los Estados Unidos («El socialismo de los fondos de pensiones», *Perspectivas económicas,* n.º 4, Washington, 1976, pág. 56).

(33) *Derecho y política bursátil,* cit., páginas 21-48.

(34) *Sistema financiero español,* cit., páginas 11-12.

(35) Nos remitimos a R. POVEDA, «Funcionamiento del sistema financiero español», en PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, n.º 9, 1981, págs. 61-62, y a MONTORO ROMERO, «Hacia un equilibrio entre intervencionismo y liberalización en el sistema financiero español», en *Hacienda Pública Española,* n.º 54, 1978, págs. 57 y ss., G. PEREZ DE ARMIÑAN, *Legislación bancaria española,* Madrid, 1983.

(36) Las emisiones de estos pagarés, o la de bonos en enero de 1973, no fueron —como indica POVEDA— («Funcionamiento del sistema...», cit., pág. 64, nota 26)— propiamente instrumentos de política monetaria, porque no reunían las condiciones requeridas para ello; criterio que reafirma el mantenido por M. BOYER y R. ORTEGA al señalar que técnicamente la emisión no cumplía casi ninguno de los requisitos necesarios para convertir los pagarés en instrumento flexible en el mercado de capitales a corto plazo («La Deuda pública a corto plazo: aspectos generales y problemas de su creación y funcionamiento en España», en *Hacienda Pública Española,* n.º 20, 1973, pág. 63).

(37) Se trata de una traducción española de los *treasury bills* USA, donde constituyen el principal instrumento del mercado monetario; nos remitimos a KEMP, *World money,* cit., págs. 73 y ss.

(38) El R. D. 42/1984, de 4 de enero y la O. M. de 10 del mismo mes y año, establecen que «no existirá obligación de practicar retención a cuenta de los impuestos sobre la Renta de las Personas Físicas y de Sociedades sobre las diferencias entre los valores de suscripción y/o adquisición y transmisión y/o amortización de los pagarés del Tesoro».

(39) O. M. de 29 de abril de 1969. El primer estudio sobre el régimen legal y tributario de los certificados de depósito, lo realizamos en colaboración con M. DE ANDRES, en nuestra obra *Certificados de depósito,* Barcelona, 1973.

(41) Vid. KEMP, *World money,* cit., página 78.

(42) A partir de octubre de 1982 comienzan a emitirse, y a negociarse en las Bolsas españolas, los «pagarés de empresa» activos a corto plazo (seis meses o un año). Se trata de una promesa de pago a vencimiento fijo y que, a diferencia de las letras de Bolsa, carece de garantía bancaria, aunque se le dota de una cierta seguridad de liquidez al vencimiento, mediante la apertura por un banco a la empresa emisora de una línea de crédito con tal finalidad. Actualmente se trata de un procedimiento de financiación utilizado, principalmente, por empresas públicas o semipúblicas (Iberia, Renfe, Telefónica, Enher, etcétera).

(43) Si tomamos en consideración el PIB (a precios de mercado) y lo relacionamos con la financiación de la empresa (sector de la contabilidad nacional Familias y empresas no financieras) y con la financiación de las Administraciones públicas, observamos cómo el porcentaje varía desde un 16 y un 0,6 por 100, respectivamente, en el año 1977, a un 14,8 y 2,1 el año 1980, 14,3 y 3,2 en 1981, 13,1 y 3,2 en 1982 y 9,2 y 5,9 en 1983. El saldo vivo de los pagarés del Tesoro en los tres años de su existencia ha crecido en la forma siguiente: año 1981, 30.000 millones de pesetas; año 1982, 115.000, y 1983, un billón 310.000 millones de pesetas. En cuanto a las emisiones de Deuda a medio y largo plazo, las cifras de emisiones brutas y netas, para los años que se indican, son las siguientes: año 1972, 16.000 y 11.300 millones, respectivamente; año 1977, 20.000 y 6.800 millones; año 1980, 79.800 y 62.200 millones; año 1982, 151.800 y 112.300 millones, y año 1983, 154.300 y 60.900 millones.

(44) Se observa una concentración clara de las emisiones de renta fija a medio y largo plazo en las empresas de servicios públicos. Así, con datos de 1982, las empresas eléctricas acapararon un 80 por 100, la Telefónica un 13 por 100 y el resto las grandes empresas públicas en su casi totalidad.

(45) El mercado de capitales está perdiendo gran parte de su peso en la financiación de la empresa. Con datos publicados por el Banco de España y la CECA, se puede indicar que la financiación otorgada por el mercado crediticio aumenta su importancia cada vez más, al igual que la financiación exterior, mientras el recurso al mercado de valores disminuye simultáneamente, tal y como muestra el cuadro incluido a pie de página.

(46) Nos remitimos a P. FERNÁNDEZ-RANADA, «Instituciones de inversión colectiva», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 9, 1981, págs. 151 y ss.

(47) «Mercado de emisiones», en *Información Comercial Española,* n.° 596, abril 1983, pág. 30.

(48) Así lo apuntaba la OCDE, *El mercado de capitales en España,* ed. publicada por la Escuela Nacional de Administración Pública, Madrid, 1971.

(49) «La liquidez del mercado bursátil», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 9, 1981, pág. 124.

(50) J. D. TEIGEIRO, «El papel del sistema financiero en el desarrollo económico», en la obra colectiva, *Dinero y banca, la problemática del sistema español,* Málaga, 1983, pág. 291.

LA FINANCIACION DE LAS EMPRESAS

(Estructura en % de la financiación en cada año)

	1972	*1973*	*1974*	*1975*	*1976*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*
CREDITOS	*72,6*	*74,5*	*79,8*	*79,8*	*82,3*	*82,8*	*81,1*	*80,8*	*84,6*	*80,5*	*79,3*	*79,6*
— Interiores	70,6	74,7	74,1	70,7	73,3	75,7	70,6	80,8	75,2	70,9	73,3	75,8
— Exteriores	2,0	0,2	5,2	9,1	9,0	7,1	10,4	—	9,4	9,6	2,0	3,8
EMISIONES	*20,2*	*18,4*	*15,9*	*17,0*	*15,6*	*14,0*	*12,8*	*13,6*	*10,8*	*13,3*	*17,3*	*9,9*
— Renta fija	8,3	8,0	6,8	7,9	8,7	9,1	6,6	6,6	5,4	4,5	6,1	4,7
— Renta variable...	11,9	10,3	9,2	9,1	6,9	4,9	6,2	7,0	4,5	5,4	4,5	7,4
— Mercado monetario	—	—	—	—	—	—	—	—	4,2	8,4	6,6	—2,1
INVERSIONES EXTRANJERAS	*7,2*	*7,1*	*4,7*	*3,2*	*2,1*	*3,2*	*6,1*	*5,7*	*4,6*	*6,2*	*7,5*	*10,5*
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(51) *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores:* «Es difícil obtener una descripción precisa del sistema financiero español y de su evolución reciente, debido a la inexistencia de una información estadística completa y fiable. En concreto, se echa en falta la existencia de un cuadro de flujos de fondos de nuestro sistema financiero, que constituiría un instrumento imprescindible para estudiar el proceso de canalización de los fondos desde los sectores económicos generadores de ahorro hasta los sectores inversores, a través de los mercados e intermediarios financieros existentes» (ed. oficial, Ministerio de Economía, Madrid, 1978, pág. 19).

(52) «Mercado de emisiones», cit., página 29.

(53) «El mercado bursátil español», en *Información Comercial Española,* n.º 596, abril 1983, págs. 5 y ss.

(54) O. M. de 10 de abril de 1981, novedad destacada por V. Valle como una de las más importantes introducida entre las diseñadas para potenciar el mercado secundario de valores y para facilitar la liquidez de los títulos («Reforma del sistema financiero español y economía de mercado», en Papeles de Economía Española, n.º 9, 1981, pág. 33).

(55) Como apunta G. Gil, el Banco de España inició su intervención en el mercado de deuda pública en 1978, con la finalidad de «incrementar la liquidez de los títulos en las etapas iniciales del desarrollo del mercado», sin que se trate de una política de «sostén de cambios» *(Sistema financiero,* cit., pág. 122).

(56) Ley 2/1981, de 25 de marzo, sobre regulación del mercado hipotecario. Para dotar de liquidez a los títulos, la norma prevé la posibilidad de su admisión en Bolsa y el que las entidades emisoras puedan comprar, vender y pignorar sus propios títulos, así como participar en los llamados «fondos de regulación del mercado», cuya finalidad es proporcionar un grado de liquidez suficiente a los títulos mediante su compra y venta.

(57) En 1978 la Bolsa de Madrid inició, bajo las pautas de un proyecto diseñado por el autor de este trabajo, un mercado secundario de certificados de depósito cuyas actividades duraron escasos meses, debido a circunstancias extrabursátiles de falta del apoyo institucional que precisaba para su consolidación. Precisamente, la creación de este mercado dio paso al de letras de Bolsa, en cuyo funcionamiento y potenciación colaboró muy especialmente la entonces recientemente implantada banca extranjera, que adaptó las normas de aquél al específico activo que por aquellas fechas hizo su aparicion en el mercado bursátil.

(58) «Unidad de mercado y autonomía política», en *Situación,* Banco de Bilbao, n.º 3, 1983, págs. 54 y ss.

(59) Ariño, *Unidad de mercado,* cit., pág. 45.

(60) Nos remitimos, para mayor información, a J. Tornos Mas, «La intervención de las Comunidades autónomas en la economía», en *Revista Española de Derecho Administrativo,* n.º 21, Madrid, 1979, págs. 221 y ss.; obra colectiva, *La distribución de las competencias económicas entre el poder central y las autonomías territoriales en el Derecho comparado y en la legislación española,* Madrid, 1980 (fundamentalmente el estudio de S. Muñoz Machado, págs. 309 y ss.); R. Acosta, «Las potestades de las Entidades autónomas en materia financiera», en *Revista de Estudios Regionales,* n.º extraordinario, vol. II, Málaga, 1980, págs. 301 y ss.

(61) Diario *Ya,* «La Bolsa y las autonomías», 16 de abril de 1983, pág. 22.

(62) *Fragmentation du marché...,* cit., en nota 30.

(63) *Informe,* cit., pág. 80. Y también, Bolsa de Barcelona, *Concentración en Bolsa de operaciones sobre valores admitidos a cotización. Consecuencias jurídicas y económicas de la admisión a cotización oficial,* Ponencia IV Asamblea General de la FIABV, Barcelona 1977, y Federación Internacional de Bolsas de Valores, *Estructura de los mercados de capitales. La concentración de transacciones en Bolsa,* Doc. n.º 453-F, Anexo IV, Luxemburgo, 1979.

(64) En Méjico existían Bolsas en la ciudad de Méjico, en Monterrey y en Guadalajara, establecidas desde 1894, 1950 y 1960, respectivamente. El 5 de enero de 1975 se produjo la extinción de las tres y su sustitución por Bolsa Mexicana de Valores, S. A., con sede en la capital de la República, único parquet autorizado para la negociación de valores.

(65) En el Reino Unido, desde el año 1973, existe un mercado de valores único, situación a la que se llegó a través de un procedimiento de integración negociada entre las diferentes Bolsas de Gran Bretaña e Irlanda y que, en su última fase, fue conocido como la *amalgamation* (nombre procedente del Informe que, comenzado en 1969, se presenta el día 18 de noviembre de 1971, con el título *Detailed Scheme for The Amalgamation into a single Organization).* El proceso de integración comenzó, años antes, con la creación de tres mercados regionales: en 1964, el de las Bolsas escocesas (Aberdeen, Dundee, Edimburgo y Glasgow); en 1965, las Bolsas del Norte (Bradford, Halifax, Dudesfield, Leeds, Liverpool, Manchester, Newcastle, Oldham y Sheffield); en 1966, el Midland y Western (Birmingham, Bristol, Cardiff, Nottingham y Swansea). Estas Bolsas regionales, juntamente con las de la República de Irlanda —Dublín y Cork—, se integraron con el *London Stock Exchange* mediante una fórmula semejante a la federativa, en un solo organismo, el *United Stock Exchange,* constituido sobre la base de los estatutos de la Bolsa londinense *(Rules and Regulation of the Stock Exchange)* y regido por un *Stock Exchange Council* como órgano supremo del sistema. Todos los parquets citados se encuentran enlazados entre sí, publicándose las cotizaciones únicamente en la Bolsa de Londres, y quedando reservadas a los demás las transacciones sobre valores locales. Las firmas de *brokers* han permitido una integración personal que ha dado lugar a una capilaridad profesional altamente cualificada. Al margen de las Bolsas citadas, cabe aludir a la existencia, desde 1924, de un denominado *Provincial brokers Stock Exchange* en el cual se agrupan operadores que actúan en ciudades de menor importancia y en las que no existe *trading floor* (parquet) y que, de alguna forma, igualmente se encuentran conectados con la Bolsa de Londres a través de los *local councils* delegados del *Stock Exchan-*

ge Council que rige el *United Stock Exchange*. En la actualidad el sistema bursátil se encuentra regulado por la *Prevention of Frauds Act* de 1939 y la *Companies Act* de 1948, como normas principales, si bien muy recientemente todo el conjunto de aquél está sometido a una amplia y profunda revisión, cuyas líneas esenciales están contenidas en un Informe *(Review of Investor Protection)* elaborado por L. C. B. GOWER y presentado al Parlamento, para su discusión, en enero de 1984.

(66) La Comisión de Valores *(Securities Exchange Comission)* norteamericana —que se creara en el año 1933 como una consecuencia del *crash* bursátil de 1929, con la finalidad de disciplinar y «moralizar» el mercado de valores—, comenzó en 1971 a patrocinar un sistema centralizado *(Central Market System,* CMS) que, mediante la organización de un mercado totalmente informatizado, a nivel nacional, lograra una paulatina integración de las diferentes Bolsas existentes en el país, y sobre cuyos planteamientos y vicisitudes nos remitimos a la obra colectiva *Las Bolsas de Valores del mundo,* Madrid, 1975, págs. 445 y ss. En la actualidad, como único fruto práctico de la reforma propuesta, puede citarse el llamado *Inter Market Trading System,* consistente en un sistema de conexión en tiempo real entre las Bolsas de Nueva York (NYSE y AMEX), Boston, Middwets, Pacific y Filadelfia, y que comenzó a funcionar en abril de 1978.

(67) En la actualidad existen cinco Bolsas canadienses (Toronto —creada en 1852—, Montreal —en 1874—, Vancouver —en 1907—, Winnipeg —que data de 1903— y Calgary —en 1913) aunque la práctica totalidad de las negociaciones se concentra en Toronto, principalmente, y en Montreal. Un proyecto de unificación del mercado y la creación de un mercado nacional comenzó a estudiarse en 1973. Las líneas fundamentales de la idea consistían en la estructuración de un sistema automático de información y de negociación, llamado abreviadamente CATS *(Computer Assisted Trading System)* y que ha comenzado a funcionar a partir de 1977 con títulos de poca contratación.

(68) En Australia existe un sistema similar al norteamericano *Inter Market Trading System,* que funciona entre las Bolsas de Sydney y Melbourne, que concentran el 90 por 100 de las negociaciones, mientras el resto de los mercados, radicados en los otros cuatro Estados del país (Australia del Sur —Adelaida—, Queensland —Brisbane—, Nueva Gales del Sur —Newcastle— y Australia del Oeste —Perth—) pierden, día a día, su importancia original.

(69) En Francia, hasta el año 1961, la actividad bursátil se repartía formalmente entre ocho centros de contratación (París, Burdeos, Lyon, Marsella, Lille, Nancy, Nantes y Toulouse), en los cuales se podían contratar todos los valores admitidos a cotización oficial; ostentaban idéntico carácter y funciones y eran totalmente independientes entre sí (aunque de hecho, la enorme concentración de operaciones sobre el parquet de París y las operaciones de arbitraje evitaban que las diferencias de cambios fuesen significativas). Una Ley de 29 de julio de 1961 y un Decreto de 30 de octubre del mismo año, imprimieron un cambio sustancial en el esquema hasta entonces aceptado. Aparte de suprimir la Bolsa de Toulouse, se impuso el principio de «unicidad de cotización», impidiendo con ello que un mismo valor pueda ser inscrito en más de una Bolsa, con lo que se ha creado a cada título un mercado único. Con ello se han producido, de hecho, dos importantes consecuencias: 1.ª, que se ha establecido en la Bolsa de París un mercado de carácter «nacional» y en el resto de las instituciones mercados «regionales»; 2.ª, que los títulos admitidos a cotización obtienen una distinta categoría según la plaza donde se negocian (valores nacionales, regionales y locales). Para completar más el esquema de concentración del mercado, la Ley de 28 de diciembre de 1966 establece la agrupación de agentes de Bolsa en una Compañía nacional, lo que implica, de hecho, un monopolio absoluto de los intermediarios de París, los cuales, por otro lado, pueden asociarse entre sí y con los agentes que operan en el resto de las Bolsas periféricas.

(70) Vid., por todos, M. ZURITA, *Las ofertas públicas de adquisición de valores (O.P.A.S.),* Madrid, 1981. No debemos dejar de señalar que en el mercado de valores USA existe un segmento del mismo —llamado el *fourth market* (cuarto mercado)— en el que se negocian importantes paquetes de títulos, al margen del mercado en el que aquéllos estén admitidos a cotización. Vid. KEMP, *World money,* cit., página 96.

(71) «Pluralidad e integración de Bolsas», en *Boletín Financiero,* Bolsa de Barcelona, n.º 74, octubre 1980, págs. 12 y ss.

(72) Escribíamos que existía la posibilidad de considerar una «atribución genérica» por remisión a la asumida competencia autonómica en materia referida a «mercados interiores». Aunque de la atenta lectura de algunos estatutos —como los citados en el texto— pudiera deducirse que la locución señalada se refiere a instituciones comúnmente enmarcadas dentro de la parcela más amplia y difusa del llamado «comercio interior», no es menos cierto que parece extraño que, aunque sólo sea por mimetismo, en los estatutos que se reseñan a continuación no se haya tomado clara conciencia del tema que nos ocupa. De aquí que pensáramos que no era descabellado establecer, basándonos en la equivocidad del término «mercados», que éste pudiera englobar la institución de los mercados regionales y locales de valores, al estilo de los bolsines regulados por el Decreto de 6 de junio de 1969, y de ahí deducir que tendrían también competencia exclusiva en esta materia las Comunidades Autónomas de *Asturias* —30 de diciembre de 1981, art. 10.1.1—, *Cantabria* —30 de diciembre de 1981, art. 22.20—, *Rioja* —9 de junio de 1982, art. 8.°10—, *Murcia* —9 de junio de 1982, art. 10.1.i—, *Aragón* —10 de agosto de 1982, art. 35.1.13—, *Castilla-La Mancha* —10 de agosto de 1982, artículo 31.1.—, *Islas Baleares* —25 de febrero de 1983, art. 10.16—, *Extremadura* —25 de febrero de 1983, art. 7.°9— y *Castilla-León* —25 de febrero de 1983, artículo 26.11—. Un caso singular lo representa la *Comunidad de Madrid,* cuyo Estatuto —25 de febrero de 1983— no incluye, en absoluto, los términos Bolsas de valores, mercados interiores ni cualesquiera otros más o menos fácilmente asimilables.

En todo caso, si la locución «mercado» acepta la interpretación restringida, dedu-

cida principalmente del término «ferias» que suele acompañarle en los textos legales citados, y ambas locuciones representan la traducción a nivel autonómico del apartado doce del párrafo primero del artículo 148 de la Constitución en su referencia a «ferias interiores», es lógico pensar que en los estatutos indicados en esta nota no se ha producido ni cabe prever, hasta pasados al menos los cinco años señalados en el artículo 148.2 de la Constitución, transferencia de competencia alguna en materia relativa a la creación y ordenación de Bolsas de valores. El Estatuto gallego, por otra parte, al distinguir entre «centros de contratación de valores» (artículo 27.28) y «mercados interiores» (artículo 27.16) parece apoyar esta interpretación. E igual argumento suministra el Estatuto vasco (art. 10.27). Nos remitimos al periódico *Ya,* «Las Bolsas y las autonomías», cit.

(73) En este sentido, y por asimilación, es muy importante la sentencia del Tribunal Constitucional número 370/1982, de 22 de julio, sobre competencia en materia de nombramiento de notarios por las Comunidades Autónomas *(B. O. del E.* de 18 de agosto de 1983, suplemento al n.° 197, páginas 4 y ss.).

(74) Tentativas que no serían nuevas, puesto que precedentes existen desde antiguo en este sentido. Según datos facilitados al autor por el historiador de las Bolsas de Madrid y Bilbao, J. A. Torrente, peticiones para la creación de Bolsas se produjeron ya en 1882 y 1890 por parte de los vecinos, comerciantes y corredores de comercio de Valencia; en 1860 y 1866 el Ayuntamiento y la Junta de agricultura, industria y comercio de la ciudad de Sevilla iniciaron trámites para crear una Bolsa, reiterando la petición el día 31 de mayo de 1886 el propio Concejo municipal; el día 21 de junio de 1890 un particular de Santander, Ramón Cesáreo Sánchez, dirige una instancia al Ministro de Fomento solicitando la concesión de la fundación de una Bolsa de comercio en la localidad cántabra; en 1886, a unos días de la última petición sevillana —el día 14 de junio— la Sociedad Círculo Mercantil de Cádiz solicita igual autorización del Ministerio de Fomento, acogiéndose a las normas del recién publicaco Código de Comercio de 22 de agosto de 1885; ya en este siglo —el día 12 de marzo de 1906— un corredor de comercio de la plaza de Cartagena, solicita del Ministro de Agricultura, Industria, Comercio y Obras Públicas una autorización para establecer una Bolsa y casa de contratación que —ajustándose al Código de Comercio de 1885— «facilite la contratación y el tráfico, haciendo de este modo que la usura desaparezca, pues casi todos los que tienen necesidad de comprar o vender han de sucumbir ante las exigencias de los acaparadores... al propio tiempo que para la negociación de valores públicos y valores industriales y mercantiles, éstos han de negociarse en otra Plaza por falta en ésta de un Centro de contratación, dificultando esto el progreso y sujetándolo a la férrea mano de mediadores que, sin título ninguno, ni menos, derecho a ello, sangran al comprador y al vendedor». El 6 de diciembre de 1901, la sociedad en comandita S. Cabal y Cía., de Gijón, solicitó el establecimiento de una Bolsa oficial de comercio en la plaza; solicitud que fue aceptada por R. D. del Ministerio de Agricultura de 21 de junio de 1902 y que nunca llegó a hacerse realidad.

(75) *Informe,* cit., pág. 80.

(76) «Intermediarios financieros y Comunidades Autónomas», en *Mercado,* 2.ª quincena de noviembre de 1982, pág. 26.

(77) Como señala el informe de F.I.B.V. *(Fragmentation du marché,* cit., pág. 16), las diferencias de cotización implican que la Bolsa se convierta en una especie de mercado en el que no se tratan sino cuotas parciales del título en cuestión, con las subsiguientes consecuencias para el inversionista, en orden a una información incompleta, tanto respecto al volumen como a los cambios de las transacciones, tornándolo desorientado y escéptico. De aquí que la consecuencia lógica sea que el público se encuentre cada vez más descorazonado y confíe el manejo de sus ahorros a las instituciones financieras, acrecentando los depósitos bancarios y reduciendo la inversión en valores.

(78) *Fragmentation du marché,* cit., página 5.

(79) Esta normativa ha sido derogada y sustituida recientemente por la contenida en el R. D. 279/1984, de 25 de enero.

(80) *La reforma de la Bolsa,* cit., tomo I, Ponencia II: «Estructura, funciones y nuevas orientaciones de los mercados mundiales», pág. 98.

(81) Nos remitimos a: *La Reforma de la Bolsa,* cit., tomo II, Ponencia X: «La función de los profesionales en la Bolsa del futuro»; más recientemente hemos desarrollado las ideas entonces expuestas en «Los intermediarios bursátiles, problemática y perspectivas futuras», en *Información Comercial Española,* n.° 596, Madrid, abril 1983, págs. 17 y ss.

(82) P. Domínguez Sors, «La integración del mercado de valores español: perspectivas actuales para su realización», en *Boletín Financiero,* Bolsa de Barcelona, número 75, mayo 1981, pág. 24.

(83) *Los intermediarios bursátiles,* cit., pág. 19.

(84) R. Poveda escribe: «Una concepción arcaica de los agentes de cambio y bolsa, concebidos más como notarios mercantiles que como intermediarios financieros, dificultando o imposibilitando su transformación en empresas de servicios bursátiles, inhibió las iniciativas del mercado de valores para crear su propia red de contacto con el público, su propio sistema independiente de asesoramiento, o sus propios mecanismos autónomos de custodia y gestión de valores. Para todo eso la Bolsa se echó en brazos de la Banca que, de este modo, ocupó una posición central en la prestación de cualquier clase de servicio bursátil y en el funcionamiento del mercado de valores» *(Funcionamiento del mercado,* cit., pág. 44); para G. Gil los agentes españoles «tienen unas características muy alejadas de las del agente mediador del mercado anglosajón» porque en ellos «predomina el aspecto jurídico sobre el comercial, ya que toda la regulación referente a los mismos obliga a que su orientación se aleje de la idea de la prestación de servicios, para resultar potenciados los aspectos de su actividad meramente jurídicos o notariales. Esta característica de los agentes ayuda a comprender tam-

bién un hecho importante en el funcionamiento del mercado de valores, y es la importancia que en el mismo tienen las instituciones bancarias. Importancia no sólo en cuanto a entidades participantes en el mercado... sino en cuanto a su destacada influencia en la contratación bursátil. Esta influencia se ejerce por muy diversos canales..., influencia que ha sido tanto más fácil cuanto que existen unas estrechas relaciones con los agentes de cambio, fruto de la intervención que éstos —en su función notarial— llevan a cabo en las pólizas de crédito concedidas por los bancos» *(Sistema financiero español,* cit., páginas 127-128). TRIAS FARGAS, criticando las causas de la debilidad de nuestras Bolsas, señalaba que «algunos agentes de cambio, me temo que dedican más tiempo a intervenir créditos que a fomentar la inversión mobiliaria», pero que «incluso cuando interviene operaciones de Bolsa, nuestro agente medio toma una posición pasiva. Acepta las instrucciones del cliente, cobra su corretaje y se despide» *(El sistema financiero español,* Barcelona, 1970, págs. 72 y 138).

(85) *Los intermediarios bursátiles,* cit., págs. 19-27.

(86) «Adaptación del mercado de acciones a los cambios de sociedad», en *Boletín Intercogui,* Banco Guipuzcoano, n.° 11, diciembre 1983, pág. 8.

(87) *La integration des marchés des capitaux dans l'union economique et monetaire,* Comisión de las Comunidades Europeas, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, Doc. II-C-2/GW, de 9 de octubre de 1972.

(88) «Le marché financier européen», en *Banque,* n.° 284, abril 1970, págs. 317 y siguientes.

(89) La Directriz CEE/77/780, constituye la plasmación de la idea esencial en materia de libertad de establecimiento de entidades financieras comunitarias, sin posibilidad de discriminación alguna, en cualquiera de los Estados miembros. Sobre este punto, nos remitimos R. TERMES, «La integración en la CEE desde la perspectiva de las entidades financieras españolas», en *Información Comercial Española,* n.° 573, mayo 1981, págs. 22 y ss.

(90) El Rapport SEGRE fue publicado en noviembre de 1966 con el título *Le développement d'un marche européen des capitaux* (Serv. publ. CEE, Doc. n.° 8.181).

(91) El Rapport WERNER se elabora en 1970 (20 de mayo), como consecuencia de la reunión tenida en La Haya por los Jefes de Estado y Ministros de Exteriores los días 1 y 2 de diciembre de 1969, en la que se puso de manifiesto la importancia que los Seis concedían al logro de la unión económica y monetaria.

(92) *L'integration des marchés européens de valeurs,* Conferencia del London Stock Exchange, Londres, octubre 1972.

(93) Vid. S. EGUIDAZU, «El enfoque monetario de la adhesión de España a la CEE», en *Boletín Información Financiera,* Bolsa de Bilbao, n.° 12, septiembre 1983, páginas 15 y ss.; varios autores, «Sistema financiero español y su integración en la CEE», en *Información Comercial Española,* n.° 573, mayo 1981.

(94) «El recurso a los mercados internacionales por una empresa española», en *Información Comercial Española,* n.° 579, noviembre 1981, pág. 55.

(95) «El mercado de eurobonos», en *Información Comercial Española,* n.° 579, página 7.

(96) Casi todos los participantes en el mercado —según indican GELARDIN y LABES (El mercado de eurobonos, cit., pág. 10)— son miembros de la AIBD y aceptan las reglas de la organización con el fin de garantizar el mecanismo de estas actividades mercantiles. Actualmente hay más de 500 miembros de la AIBD en más de treinta países.

(97) Nos remitimos a GELARDIN y LABES, «El mercado de eurobonos», cit., págs. 10 y siguientes.

(98) Vid. nuestra obra *Inversiones extranjeras,* cit., págs. 578 y ss.

(99) Los Estados miembros de la CEE aceptan, como principio general en la cuestión, la liberalización de los movimientos de capital sin discriminación por razón de nacionalidad, residencia o localización de la inversión. Esta idea se ha visto plasmada en un Código de liberalización de los movimientos de capital a largo plazo (Lista A y B) y en la liberalización de los pagos corrientes afectados a movimientos de capitales y de las transacciones invisibles.

(100) Como señala GEORGES-PICOT *(Le marché financier,* cit., pág. 322), es preciso avanzar en la armonización de las normas legales que confieran seguridad a las inversiones, las cuales, juntamente con la estabilidad monetaria, son los pilares básicos para la organización de un verdadero mercado de valores. Entre las normas legales que necesitan un acercamiento comunitario, cita el autor la legislación en materia de sociedades, nominal de los valores, reglamentación de dividendos, la forma de presentación de los cupones, etc. Al margen de los temas que plantea GEORGES-PICOT, estimamos que cuestiones relativas a la información a suministrar por las sociedades que emitan los valores; condiciones mínimas para su admisión a cotización oficial; normativa jurídica para la administración y liquidación de operaciones, etc., son otros tantos puntos que merecen una exhaustiva meditación.

(101) Como señaló DEMAIN, «el ingreso del Reino Unido en la familia europea ayudará a facilitar la aceleración de la integración de los mercados de valores, más que a complicarla... porque en el terreno financiero, Inglaterra, por sus antiguas tradiciones, su especialización, la experiencia de sus intermediarios, su prestigio y el peso específico de la plaza de Londres, puede indicar el camino de sus *partenaires* más que ponerse ella al paso del Continente» *(Effets de l'adhesion de la Grande Bretagne a la CEE sur les marchés européens,* en Conferencia de Bruselas, 11 de octubre de 1972, ed. ciclostil, págs. 1-2).

(102) *A turntable for capital,* Londres, 1964.

(103) Tales son, en su concepción, las siguientes: 1) una categoría activa de inversionistas; 2) un grupo eficaz de intermediarios, y 3) una categoría activa de emisiones *(A turntable,* cit., pág. 16).

(104) *Le marché européen de valeurs et d'emissions en consideration de financements internationaux,* en 28.ª sesión del Instituto Internacional de Estudios Banca-

rios, Knokke, Bélgica, 6 de noviembre de 1964, ed. s/f., pág. 59.

(105) Intervención en el Coloquio celebrado en Bruselas, el día 13 de noviembre de 1980; argumentos recogidos por J. E. CANSECO parcialmente en «El mercado europeo de valores mobiliarios y la integración de las Bolsas de la CEE», en *Ejecutivos Financieros,* n.º 2, Madrid, febrero 1984, pág. 37.

(106) La Comisión de las Comunidades Europeas examinó con el Comité Europeo de Bolsas de Valores —creado en 1974— el contenido de este encuentro y, como consecuencia, el Parlamento adoptó, el 13 de octubre de 1980 (J.O.C. 287, 9 de noviembre de 1981) una resolución sobre la creación progresiva de un verdadero sistema de mercado europeo para los valores mobiliarios, mediante una interconexión creciente de los mercados. Además, el Parlamento requirió a la Comisión para que inicie las medidas que sean necesarias para la adopción, por todos los Estados miembros, de los principios contenidos en la recomendación de la Comisión, de 25 de julio de 1977, relativos a un código europeo de conducta para las negociaciones relativas a los valores mobiliarios.

(107) *L'integration des marchés,* cit., páginas 4 y ss. Vid. H. MCRAE y F. CAIRNCROSS, *Capital City. London as a Financial Centre,* Londres, 1973; también el estudio realizado por INTER-BANK RESEARCH ORGANISATION (IBRO), *The future of London as International Finance Center,* Londres, 1973 (principalmente el cap. 3.º de la Sec. 2.ª, págs. 7 y ss.).

(108) Los días 19 y 20 del mes de enero de este mismo año —1984— se ha celebrado en Londres una interesante Conferencia sobre el tema *The future of the Stock Exchange,* en la cual, a través de diferentes ponencias, se han ido analizando las propuestas del Plan GOWER, fundamentalmente cuantos asuntos se refieren a la organización de los intermediarios que actúan en la Bolsa y la protección del inversionista.

(109) Publicadas, el 11 de mayo de 1960 (J.O.C. 43, de 12 de julio) y el 18 de diciembre de 1962 (J.O.C. del 22 de enero de 1963). Se redactó un proyecto de tercera Directriz en el mes de abril de 1964, que se reformó —a petición de las Cajas de Ahorros de la Comunidad— en 1967, pero que no ha llegado a publicarse. Sobre estas Directrices nos remitimos a la obra colectiva (dirigida por J. MEGRET), *Le Droit de la Communauté Economique Européenne,* vol. III, París, 1971, págs. 199 y ss.

(110) Los trabajos del Congreso de Milán están publicados por el Centro de Información y Estudios sobre la CEE, Milán, 1972, 2 vols.

(111) «Vers un marché européen des valeurs mobilières?», en *L'Echo de la Bourse,* enero 1980.

(112) *Propositions concernant un système européen de marché des valeurs mobiliers,* ed. ciclostil, agosto 1983.

(113) Término utilizado en la *Propuesta de resolución* presentada al Parlamento europeo por M. FRANCESCO PETRONIO, sobre creación de una Bolsa europea de valores (Documents de seance, 1979-1980, Doc. 1-795/79, 25 de febrero de 1980, Proposición 6.ª).

(114) Este tema fue minuciosamente desarrollado por H. DELORME en la Conferencia de Luxemburgo (noviembre 1971) sobre *La integración de los mercados de valores europeos,* bajo el título *El clearing internacional de valores mobiliarios (5.ª sesión, ed. ciclostilada).* Vid. obra colectiva, *Las Bolsas de valores en el mundo,* cit., págs. 351 y ss.

(115) J.O.C. 212, 20 de agosto de 1977. Esta recomendación trata de reforzar —como dice TUGENDHAT *(Vers un marché,* citado)— la confianza de los inversionistas en la Bolsa, luchando contra la desafección que se detecta en el mercado de títulos de riesgo.

(116) El Comité económico y social ha dado su opinión sobre esta proposición el 24 de octubre de 1979 (Bol. C. E., octubre 1979, punto 2.3.88).

(117) Este texto fija, no solamente las condiciones mínimas de admisión en Bolsa, sino las obligaciones que deben cumplir las entidades emisoras de los títulos mientras éstos estén incluidos en la cotización (J.O.C. 66, 16 de marzo de 1979; Bol. C. E., marzo 1979, puntos 1.6.1 a 1.6.3).

(118) J.O.C. 310, de 30 de noviembre de 1981).

(119) Presentada por la Comisión al Consejo el 13 de enero de 1981 (J.O.C. 355, de 31 de diciembre de 1980).

(120) El J.O.C. 171, de 26 de julio de 1976, publica una proposición de Directriz relativa a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, que fue modificada en 1982 (Bol. C. E., abril de 1982, punto 2.1.18).

(121) *13.º Rapport General sur l'activité des Communautés Européennes en 1979,* pág. 122, punto 186.

(122) Vid. F. EGUIDAZU, *El enfoque monetario,* cit., págs. 15 y ss.

(123) J. A. AGUIRRE, «Las Bolsas españolas y el Mercado Común», en *Boletín Financiero,* Bolsa de Barcelona, n.º 74, octubre de 1980, pág. 20.

(124) R. D. 1.846/1980, de 5 de septiembre, y R. D. 1.536/1981, de 13 de julio.

(125) R. D. 1.847/1980, de 5 de septiembre; OO. MM. de 17 de noviembre de 1981 y 26 de febrero de 1982.

(126) R. D. 1.848/1980, de 5 de septiembre; sustituido por el R. D. 279/1984, de 25 de enero.

(127) R. D. 1.849/1980, de 5 de septiembre.

(128) Nos remitimos a nuestros trabajos: «La integración bursátil iberoamericana, ¿mito o realidad?», en *Bolsa de Bogotá,* septiembre 1983 (reproducido en el *Boletín de la Bolsa de Lima,* noviembre 1983, y *Revista de la FIABV,* Buenos Aires, diciembre 1983), y «Colaboración con las Bolsas Iberoamericanas», en el diario *Cinco Días,* 29 de noviembre de 1983. En esta misma línea, presentamos al estudio y debate de la Asamblea General de la FIABV, celebrada en São Paulo (Brasil) —noviembre 1982—, un proyecto para la creación de un «Fondo de inversión mobiliaria iberoamericano» que, en la actualidad, ha pasado a la Comisión de Trabajo de la Federación para su estudio (Vid. *Actas y Trabajos de la IX Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores,* Buenos Aires, 1983, págs. 189 y siguientes).