

7.14

R. 9.072

LAR-39

INSTITUCIONES FINANCIERAS Y MERCADO DE VALORES

(IGNACIO HERNANDO DE LARRAMENDI))

MAYO, 1968

INTRODUCCION

1. La actual estructura del mundo occidental está impregnada de un carácter económico, más que ninguna otra época histórica o civilización contemporánea. Es difícil distinguir "lo económico" respecto a otros valores de la vida social, aunque en un sentido lato podría relacionarse con las necesidades materiales del hombre frente a las espirituales, intelectuales o meramente instintivas. En este aspecto quizás no sea muy diferente el grado de intensidad de una estructura social a otra, si bien es difícil la comparación homogénea.

Se entiende en general por "lo económico" la creación de bienes o servicios, utilizables en común o individualmente, y su distribución posterior. Para esto son precisos medios monetarios y financieros, aunque teóricamente caben fórmulas de transformación industrial con aportación exclusiva de trabajo o materias primas (los hornos siderúrgicos de las aldeas chinas del "great leap forward"), pero, al menos hasta ahora, esto solo ha servido en época de guerra o revolución y no de base a una estructura social permanente.

En los últimos cincuenta años, la humanidad ha experimentado el mayor incremento conocido en el nivel de confort y utilización personal del acervo tecnológico común. Sus consecuencias han llegado al mundo entero, salvo algunas colectividades aisladas, y aunque aumente la diferencia en "renta per capita" entre algunos países, y esto cree resentimientos, desde un punto de vista absoluto todo el mundo participa en bastante grado de la nueva riqueza.

Este hecho, de tanta importancia para el progreso material de la humanidad, ha sido conseguido por una estructura social adaptada a las necesidades del desarrollo económico, en que la empresa es principal protagonista.

2. En cada época de la historia del hombre, por lo menos del hombre occidental que especialmente conocemos, han surgido instituciones con influencia predominante en la estructura social. Pueden citarse, como ejemplos, la familia en su concepto amplio, cuando era primordial la defensa contra la naturaleza hostil; el feudalismo y los señores, cuando la seguridad personal requería su protección; el ejército, en pueblos en expansión o amenazados por la de sus vecinos, al crearse las nacionalidades; la corporación

municipal, en defensa colectiva de los campesinos frente al feudalismo ya innecesario; el gremio, instrumento de coordinación de artesanos en las nuevas ciudades. Y en varias de las anteriores circunstancias, la Iglesia, en su organización material, como centro de difusión cultural e igualación de clases sociales. Esta influencia predominante en cada caso no ha sido nunca caprichosa, aunque haya acabado produciendo conflictos, sino surgida del reconocimiento de su necesidad para el interés general.

Y ha sido en los últimos treinta años cuando la empresa económica ha constituido la institución que ha tenido este predominio en los países occidentales más adelantados, por estar en ella integrada una mayoría creciente de las personas que componen el cuerpo social, y porque el progreso material, al que la empresa se vincula, ha constituido la principal preocupación colectiva.

3. La empresa económica es "un centro de producción de bienes y servicios con patrimonio autónomo y posibilidades de medición económica del resultado de su actuación".

El "régimen de empresa económica" se extiende a medida que la tecnología administrativa amplía la posibilidad de medir la gestión y es opuesto, en cierto modo, al "régimen de servicio" que se utiliza en actividades sin posibilidad o preocupación de medición económica de resultados.

La empresa no sólo produce bienes o servicios, sino debe hacerlo a precio reducido y para que puedan distribuirse o prestarse con beneficio. Este pasa así a ser la medida del acierto.

El "servicio" actúa sin preocupaciones de medir el coste ni el resultado de la gestión, ya que generalmente su "producto" es inmaterial y sin posibilidad de concurrencia selectiva. ¿Quién, por ejemplo, podría medir con exactitud la capacidad técnica o cultural de unos alumnos en el servicio de enseñanza; la seguridad personal de individuos y familias en el servicio de policía; o la satisfacción espiritual en un servicio de tipo artístico?. Además, en bastantes casos los resultados sólo se aprecian a larga distancia, como sucede por ejemplo respecto a la eficacia legislativa de un Parlamento o el acierto en la decisión política de un gobernante, cuyas consecuencias aparecen a veces solo al cabo de muchos años.

En una estructura social ideal podría llegar a determinarse qué actividades son más propias del régimen de servicio y cuáles características del régimen de empresa, aunque siempre, incluso en la estructura capitalista más extrema

tiene amplio campo de acción el servicio y en la socialista más avanzada es necesario utilizar la empresa, aunque ésta no sea privada.

En una organización social primitiva, la mayor parte de las actividades se organizaron en régimen de servicio, mientras que el de empresa fué introduciéndose con la aparición de la artesanía después del comercio y ultimamente de la "corporation". En realidad, aún no se puede vislumbrar cuál ha de ser el fin de este proceso, pues, en contra de lo que parece, existe una tendencia actual a que ciertas actividades, hasta ahora estructuradas en régimen de servicio (correos, telégrafos, y telecomunicaciones en general, por ejemplo) se organicen en régimen de empresa. Por el contrario, dentro de una empresa hay muchas actividades ordenadas en régimen de servicio, como las de una secretaria o un recepcionista, que por ello al cumplir eficientemente ordenes erróneas pueden aumentar el resultado negativo de una gestión empresarial.

Los estados socialistas surgidos de las corrientes ideológicas marxistas han tratado de organizar la vida económica en régimen de servicio, en la línea de la burocracia de los imperios absolutistas de Europa oriental. Pero esta situación está evolucionando ante las necesidades del desarrollo económico y la rémora creada por el régimen de servicio para competir con los países occidentales, precisamente cuando los medios modernos de comunicación difunden rápidamente el contraste de experiencias sociales. Por ello, en estos momentos surge con fuerza la tendencia de los países socialistas europeos a utilizar la empresa para resolver sus problemas económicos y liberarse de las limitaciones dogmáticas impuestas por los equipos directivos prosoviéticos. En contraste, se encuentra en situación de franco retroceso el régimen de empresa en los países subdesarrollados de reciente independencia, que por reacción a la antigua influencia colonial se orientan por un "socialismo de servicio".

En el término "empresa" o "empresa económica" tiene cabida no sólo la típica organización occidental en forma de sociedad anónima o de naturaleza colectiva (asociativa o cooperativa), sino también la de propiedad estatal con patrimonio independiente y actividad autónoma con resultados medibles. En mi opinión, no existe una fórmula unitaria óptima de empresa, sino que en ella caben estructuras diferentes y es difícil determinar cuál es la más satisfactoria, ya que nos encontramos en el comienzo de su creación institucional y probablemente surgirán profundas modificaciones en su ordenación, no sólo en los tímidos intentos de empresa económica de los países del Este, sino en la moderna "corporation" americana, hasta ahora su manifestación más perfeccionada.

Sin que pueda profundizar más ahora en este tema, quiero señalar que uno de los campos de investigación social más fructífero, en que apenas se ha trabajado objetivamente, sin dogmatismos ideológicos, es este de la naturaleza y campo adecuado específico de actuación social de la empresa y el servicio. Estoy seguro de que del mejor conocimiento de este tema pueden derivarse importantes beneficios colectivos y equilibrio social.

4. La libertad de concurrencia para la producción de bienes y servicios acompaña normalmente al régimen de empresa. Por el contrario, la planificación económica absoluta - con objetivos de producción y atribución de medios materiales y financieros exige el régimen de servicio en las unidades de producción, cuya gestión se limita al cumplimiento estricto de las ordenes superiores, sin la autonomía necesaria para medir el resultado, que solo se puede mostrar a nivel nacional o de unidad de planificación.

Desde un punto de vista económico, la eficiencia de la empresa tiene gran relación con el grado de concurrencia en que se desenvuelve, no solo en el campo comercial, sino en la adquisición de productos, el fiscal y sobre todo - el financiero en sus diversas manifestaciones.

La concurrencia no es una situación que se produce "naturalmente". En muchas ocasiones, los empresarios privados logran eliminarla y actuar desde una posición privilegiada que les permita despreocuparse de una actuación eficiente, obteniendo beneficios injustificados y contrarios al interés general. En este sentido, es interesante la libertad de concurrencia, en realidad es su mayor enemigo y busca permanentemente subterfugios para lograr un régimen de proteccionismo y situaciones monopolísticas, pudiendo resumirse su verdadera filosofía en la frase "libertad de empresa para limitar la concurrencia". Por ello, un régimen de libertad de concurrencia no asigna al Estado una actitud pasiva de simple "laissez faire", sino que le obliga a una constante actividad, para proteger el interés general contra las maniobras para reducir la concurrencia de quienes ostentan cualquier clase de poder, económico, social o político, y en especial de los grandes empresarios y financieros.

5. El perfeccionamiento institucional de la empresa exige - la libertad de concurrencia y muy especialmente que ésta llegue al terreno financiero. Para ello es indispensable un mercado abierto de dinero y crédito al que pueda acudir para la satisfacción de sus necesidades a plazo corto

y medio en igualdad de condiciones que sus competidores. Esto debe lograrse a través de las diversas instituciones financieras a que más adelante voy a referirme. Por otra parte, exige un mercado de valores al que pueda optar para sus exigencias de capital permanente emitiendo acciones, o semipermanentes, emitiendo obligaciones.

Si estos mercados faltan, o no se rigen por principios de verdadera concurrencia, el régimen de empresa tendrá posibilidades limitadas para desarrollar su función pública de interés general, aún cuando pueda proporcionar beneficios injustificados a sus propietarios o dirigentes.

La situación óptima conocida en este aspecto sólo se ha alcanzado en Estados Unidos y ultimamente en el Japón, mientras que en general en Europa y sin duda en España falta mucho camino por recorrer. Es frecuente citar como la razón más importante del enorme desarrollo de la economía americana, la reestructuración del mercado de valores después de la catástrofe de Wall Street en el año 1929. Más recientemente, el crecimiento económico sorprendente del Japón, actualmente la tercera potencia económica mundial, es en parte consecuencia de la reforma de su mercado de valores y sistema financiero en el año 1945, después de su capitulación ante Estados Unidos, con la idea de adaptar a sus propias características una de las instituciones que más había influido en la superioridad técnico-económica de sus vencedores.

Es de esperar que Europa y concretamente España sepan aprovechar estas experiencias y estructurar satisfactoriamente sus mercados de valores, sin necesidad de que previamente hayan de producirse traumas nacionales tan importantes como los que acabamos de citar.

IIINSTITUCIONES FINANCIERAS Y DE CREDITO

En la actual estructura económico-social ha ido creándose un conjunto de instituciones auxiliares del tráfico de dinero y crédito e inversión, indispensables para el desarrollo del régimen social basado en la empresa económica y que constituyen, conjuntamente con los órganos públicos de supervisión, el sistema financiero de un país.

El perfeccionamiento de la estructura económica se basa en la creciente división del trabajo, posible por la existencia de un régimen financiero, cada vez más complejo, verdadero "líquido sanguíneo" de la vida de relación humana en la actual organización social.

En gran parte, este régimen financiero ha dependido de la creciente complicación de la mecánica de los medios de pago, cuyo proceso se ha ido produciendo así: economía autárquica; trueque de productos; moneda metálica mediadora en el trueque; billete, representante de unidades de moneda metálica, y cheque, instrumento de pago sin transmisión monetaria. Cada uno de estos pasos ha surgido del aumento de transacciones de productos y servicios que iba haciendo difícil la utilización del sistema anterior, si bien continuaba con un campo específico de utilización.

En la época actual, se encuentra España en un momento de expansión del cheque como medio de pago, siguiendo la línea de los países anglo-sajones, que han llegado a constituir una "cashless Society" (Sociedad sin metálico), pero en los últimos años, la multiplicación de los desplazamientos y la aparición del turismo en todas las clases sociales, unido a las posibilidades de la electrónica, están haciendo anticuado el cheque y caminamos rápidamente hacia una "checkless Society" o sociedad sin cheques, con la utilización masiva de tarjetas de crédito de diferente naturaleza.

Un componente importante del sistema financiero es el mercado de valores, que canaliza institucionalmente parte del ahorro hacia participaciones no personalizadas en las empresas importantes de un país.

Antes de entrar en el análisis del mercado de valores, conviene referirse a las diversas instituciones relacionadas con el crédito y ahorro que constituyen el núcleo principal del sistema financiero y en el que se desarrolla lo que pudiera llamarse "mercado de dinero y crédito".

En un sentido estricto, el mercado de dinero es un núcleo de contratación de operaciones a plazo muy corto, en donde las instituciones de crédito y grandes empresas colocan con interés sus excedentes circunstanciales de tesorería y ciertas instituciones financieras obtienen una fuente de financiación. Normalmente, estas operaciones se desarrollan por medio de pagarés, letras certificadas de depósitos u otra clase de promesas de pago. En Londres y Zurich existen mercados importantes de dinero; en España, en cambio, falta un instrumento de esta clase y solo se llevan a cabo ocasionalmente operaciones de reducida importancia.

Una institución pública básica para el mercado de dinero es el Departamento del Tesoro, con el nombre específico que en cada país pueda tener, que es el administrador de fondos del Gobierno Central y en general el más importante utilizador de tesorería del país, razón por la cual sus decisiones en muchas ocasiones influidas por motivos no directamente relacionados con su función estricta, tienen una importancia trascendental en todo el ámbito financiero.

Las instituciones de crédito constituyen la base financiera más importante del país, con participación sustancial tanto en el mercado de dinero como en el de valores mobiliarios. No presentan moldes teóricos inamovibles, sino que en la práctica ofrecen una gama amplia de variedades y mezcla de funciones, incluso algunas de carácter bastante diferente, según las circunstancias y desarrollo histórico en cada país; por ello, de un modo simplificado, vamos a referirnos especialmente a las que entre nosotros existen.

#### A) Instituciones Públicas relacionadas con el Crédito

En este caso, es muy amplia la variedad de instituciones, con fórmulas y terminología completamente diferente. A efectos de claridad, podemos clasificarlas del siguiente modo:

- a) Organismos Oficiales dedicados a la supervisión y control del movimiento monetario o de las instituciones crediticias. Por ejemplo, el Instituto Español de Moneda Extranjera, el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo y el Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro.
- b) Organismos de la Administración Pública que conceden alguna clase de préstamos con finalidad determinada, como el Fondo de Protección al Trabajo, el Servicio Nacional del Trigo, el Instituto Nacional de Cinematografía y otros semejantes.



c) Instituciones de carácter plenamente autónomo, aunque con función pública definida, en que caben señalar dos clases importantes:

- 1) Bancos Centrales o Emisores, Banco de España en nuestro país, que tienen el monopolio de la emisión de moneda y también suelen desarrollar funciones supervisoras en la política monetaria o en otras instituciones de crédito.
- 2) Bancos especializados en algunas fórmulas de crédito oficial, normalmente a medio y largo plazo, que sirven de instrumento de ayuda a ciertas actividades de interés general en que no es fácil la acción de la Banca privada. Son ejemplo en nuestro país el Banco de Crédito Local, el Banco de Crédito Industrial, el Banco de Crédito Agrícola, el Banco de la Construcción y el Banco Hipotecario. Con diferentes nombres y funciones específicas existen instituciones análogas en otros países.

#### B) Instituciones crediticias privadas

Son el conjunto de entidades de crédito o ahorro que prestan servicio financiero directo a individuos y empresas, fundamentalmente de pagos y cobros; depósito de fondos y concesión de descuento y crédito.

La especialización en cada una de esas funciones o sectores específicas de las mismas, ha dado lugar a diversos tipos de instituciones de crédito, si bien en general entrecruzan sus funciones de acuerdo con las necesidades específicas de cada situación o simplemente el proceso de su creación histórica.

En base a la situación española, se pueden clasificar del siguiente modo:

##### a) Bancos comerciales

Su función básica es el servicio de pagos normales en una tesorería empresarial o particular, el depósito de fondos procedentes de acumulación circunstancial y su colocación en operaciones de descuento a corto plazo para financiar a las empresas la distribución de productos o adquisición de materias primas.

En conjunto, el amplio servicio de pagos que ofrece un banco comercial, que constituye instrumento fundamental para una estructura social basada en la empresa económica, hace indispensable una amplia organización territorial que facilite en condiciones de

comodidad y proximidad al domicilio o centro de trabajo las transacciones financieras indispensables para el vivir cotidiano.

Junto a estos servicios básicos, los bancos comerciales han ido desarrollando otras funciones financieras auxiliares, por una parte respecto a su clientela particular, facilitándoles el ahorro por medio de depósitos a plazo, libretas, compra-venta de valores mobiliarios, y préstamos personales, y por otra, con relación a su clientela empresarial, proporcionándoles créditos a plazo medio de 3 a 18 meses a través de letras financiadas o pólizas de crédito, asesoramiento técnico financiero, servicio de transferencias especialmente y sobre todo de cobranza de efectos.

Es característica de la Banca Comercial su organización en forma de Sociedad Anónima con numerosos accionistas, siendo sus títulos una de las bases del mercado de valores.

#### b) Cajas de Ahorro

Su finalidad institucional es fomentar la acumulación de ahorro en los patrimonios familiares proporcionándoles retribución satisfactoria para una especie de "tesorería de reserva" que pasando un cierto nivel, se debería transformar en inversión permanente. Puede apreciarse el contraste de estas instituciones con los bancos comerciales, que como antes se ha señalado, principalmente recogen exceso circunstancial de la tesorería, si bien en la práctica, éstos también promueven el ahorro incluso con libretas, y las Cajas de Ahorro ofrecen cuentas corrientes.

Aún dentro de esta interrelación de funciones, puede decirse que los bancos buscan una clientela entre la media y alta burguesía, además de la propiamente empresarial o comercial, y las Cajas de Ahorro entre la clase media modesta, trabajadores cualificados y agricultores.

Las Cajas de Ahorro fueron creadas sin finalidad de lucro en su mayor parte, como "Montes de Piedad", para evitar la usura y llevar a cabo operaciones de préstamo con garantía de objetos personales en condiciones satisfactorias para los interesados. Hoy esa función ha desaparecido casi completamente, siendo sustituida por la concesión de préstamos personales a largo plazo relacionados con la adquisición de vivienda familiar u otros de carácter análogo.

En general, las Cajas de Ahorro están estructuradas en España y otros países como instituciones semipúblicas bajo la vigilancia de patronatos no capitalistas y con la supervisión en bastantes casos de Ayuntamientos y Diputaciones, pero funcionando de modo plenamente autónomo, con una coordinación a través de su Confederación Nacional, y revertiendo sus beneficios no a las instituciones protectoras, ni a los clientes, sino a fines de interés general, de beneficencia o sociales.

c) Cajas Rurales y Cooperativas de Crédito

Constituyen una nueva clase de instituciones en la línea de las Cajas de Ahorro, caracterizadas en general, por una clientela especializada coordinada normalmente por un vínculo asociativo no financiero, principalmente de carácter cooperativo rural o de viviendas y, en algún caso muy importante de "trabajadores empresarios". Tienen claro carácter de "asociación de ahorradores" en quienes reside la decisión política. Estas instituciones no tienen todavía en España gran fuerza financiera, pero si se les concede un estatuto jurídico apropiado que impida abusos o desviaciones, pueden llegar a constituir un poderoso instrumento de ahorro colectivo o popular con una función de equilibrio y factor de concurrencia en el sistema financiero.

d) Bancos de Negocios o Industriales

Tienen por finalidad principal la promoción, ampliación o reestructuración de empresas, participando minoritariamente en su capital y concediéndoles préstamos a largo plazo, de 1 a 5 años, normalmente. Para este objetivo, utilizan recursos obtenidos en otras instituciones, del mercado monetario cuando esto es posible, o de la emisión de bonos de tesorería y aceptación de depósitos a largo plazo, por los que pagan un interés relativamente elevado. En España, la principal fórmula para su financiación es la última de las señaladas.

Estos bancos tienen una función importante dentro del mercado de valores, al ser una de sus actividades el lanzamiento en Bolsa de empresas industriales, una vez superados los riesgos de consolidación empresarial. En muchos países tienen importante participación en la colocación de empréstitos de obligaciones y realmente llegan a constituir departamentos especializados en la inversión mobiliaria.

En España, hasta el año 1962 la Banca comercial tenía un carácter de "banca mixta" y llevaba a cabo algunas de las funciones típicas de la banca de negocios, pero la Ley de Reforma Bancaria creó los "Bancos Industriales" para promover una especialización bancaria, si bien han sido en su mayor parte los Bancos Comerciales quienes los han instituido.

e) Sociedades Financieras de Ventas a Plazos

Constituyen un sector creciente de especialización crediticia, cuya finalidad es el préstamo a medio plazo, con reembolso en períodos bastante breves, generalmente un mes, con objeto de facilitar a los particulares la adquisición de bienes de consumo duradero y a los empresarios la de bienes de equipo con cuya utilización puedan obtener un beneficio superior a los intereses elevados de esta clase de financiación.

En los países latinos, estas sociedades obtienen fondos de otras instituciones crediticias y redescuento oficial; en los anglo-sajones, donde han alcanzado mayor importancia, acuden al mercado de dinero y ahorro, recibiendo depósitos a largo plazo, principalmente excedentes temporales de empresas industriales.

En España, tanto las Financieras de "bienes de equipo" encuadradas en una legislación especial, como las libres, generalmente dedicadas a la financiación de automóviles, utilizan principalmente el descuento bancario, teniendo las primeras posibilidades de redescuento oficial indirecto.

### III

#### MERCADO DE VALORES

El término "Mercado de Valores" se utiliza en un sentido amplio para denominar el conjunto de empresas y personas relacionadas con las operaciones habituales de compra-venta de títulos mobiliarios y a las instituciones que las coordinan.

En un sentido estricto, se llama así a un centro específico de contratación, que normalmente recibe el nombre de "Bolsa", donde se lleva a cabo la ejecución material de la compra-venta de valores por un sistema especial de oferta y demanda.

En otro aspecto, por la clase de títulos que se negocian, puede hablarse del "mercado de renta variable" o de acciones; "mercado de renta fija", o de títulos representativos de empréstitos, y de "mercado de fondos públicos", o de títulos representativos de préstamos oficiales, también predominantemente a largo plazo, con la excepción de los "bonos de tesorería".

El "mercado de dinero y crédito" unido al de "valores", constituye lo que se puede llamar "mercado de capitales" o conjunto de posibilidades para la financiación a corto, medio y largo plazo, de instituciones públicas y empresas privadas.

La estructura de un mercado de valores, en cualquiera de los sentidos antes señalados, no solo interesa a los que en él participan directamente, ya sea como coordinadores (los órganos públicos supervisores y la institución de la Bolsa), mediadores (agentes o corredores), demandantes de capital (empresas industriales e instituciones públicas) e inversores (que habitual u ocasionalmente colocan sus ahorros o excedentes de tesorería), sino al conjunto del país. Esto es así porque en su desarrollo social y económico tiene trascendente importancia la organización satisfactoria de un mercado nacional de valores, y éste, si es eficiente, llega a constituir una "palanca" de mayor repercusión general que otras instituciones de contenido "social" más directo, puesto que su actuación satisfactoria promueve equidad económica al valorar el acierto o desacierto de las empresas y orientar el capital a las que mejor pueden contribuir al desarrollo económico.

Sin embargo, un mercado de valores, aun muy eficiente, no puede por sí solo producir este resultado si no está enmarcado en otras instituciones también ordenadas para contribuir al equilibrio de la sociedad política. Por ejemplo,

si un cierto tipo de empresas, por razones objetivas o subjetivas de sus directivos o propietarios tiene ventajas fiscales o situaciones de monopolio que le permiten un beneficio superior al normal, el mercado bursátil recogerá esta circunstancia y hará elevar su demanda agravando la injusticia básica original. En realidad, toda la vida social se estructura en una amplia gama de instituciones interconectadas, que deben estar inspiradas en principios de equidad y justicia, sin que ninguna aislada pueda compensar en su totalidad las deficiencias de las restantes.

La importancia y eficiencia de un mercado de valores depende fundamentalmente del grado de apertura o libre concurrencia que en él se logre. Cuando no existe "igualdad de oportunidades" para los inversores independientes, surge una desconfianza que reduce la capacidad del mercado, porque el público se orientaa a otros sectores de inversión.

Un mercado ideal de valores sería aquél en que, bajo la supervisión de la Bolsa y Agentes mediadores, el público inversor tuviera la información precisa para juzgar la eficacia de los gerentes profesionales de inversión, reflejadas en los resultados de los fondos y en sus principales inversiones, y los analistas financieros, con ellos coordinados, tuviesen capacidad técnica y datos suficientes para conocer las posibilidades presentes y futuras de las principales empresas cotizadas.

A este efecto interesa resaltar que por completas que sean las instituciones jurídicas o políticas para defender el interés de los accionistas minoritarios, cuando falta un instrumento como el que proporciona un mercado eficiente de valores, acaba produciéndose una subordinación de la empresa a intereses específicos de accionistas mayoritarios o altos directivos, que generalmente perjudica a los fines generales de servicio y su proyección de permanencia y crecimiento.

A continuación vamos a describir brevemente los principales participantes en el conjunto orgánico de un Mercado de Valores.

#### a) Organos Públicos de Supervisión

Aun cuando las Bolsas suelen tener amplia autonomía institucional, existen en bastantes países departamentos o servicios públicos con la misión de supervisar el mercado nacional de valores. El más importante en el mundo entero es la "Securities Exchange Commission", de Estados Unidos. En España, estas funciones, que en una época correspondieron a la Dirección de Banca, Bolsa e Inversiones, se encuentran ahora encomendadas a la Dirección

General del Tesoro y Presupuestos que ejerce la autoridad administrativa a través del Consejo General de Bolsas, de que forman parte representantes de la Administración y del Banco emisor y los Jurídicos Presidentes de las tres Bolsas y de la Junta Central de Corredores de Comercio.

- b) Se suele llamar Bolsa al edificio en que está instalado un mercado de valores y en donde se efectúan físicamente sus operaciones, pero en realidad la Bolsa es una institución jurídica, generalmente constituida como asociación corporativa de los Agentes mediadores que en ella operan, que tiene reconocida por las leyes, o la costumbre comercial con vigencia jurídica efectiva, claridad y publicidad de las transacciones, proteger los intereses de quienes en ella participan y vigilar la ética -- profesional de sus miembros.

Las Bolsas desempeñan una función de especial transcendencia sobre las empresas más importantes, las cuales generalmente tienen sus títulos admitidos a cotización bursátil, por lo que se les exigen a cambio de este privilegio, unas normas especiales de información de resultados y actuación. En Estados Unidos, las Sociedades Anónimas se clasifican en dos grupos : las "privadas", de propiedad generalmente familiar y concentrada; y las "públicas", con derecho a acudir al mercado de valores, pero con una serie de obligaciones de publicidad de resultados y ventas, préstamos a Consejeros y Directivos, transacciones de las acciones por ellas poseídas y otros aspectos, encaminados a la protección del inversor.

En general, existen varias Bolsas en cada país, del mismo o diferente rango, oficial u oficioso. En España hay tres (Madrid, Barcelona y Bilbao) de la misma categoría institucional, si bien la de Madrid tiene un carácter central y mayor volumen de contratación. Por otra parte, existe un Bolsín en Valencia y núcleos especiales de contratación en Sevilla, San Sebastián, Zaragoza y otras plazas, establecidos por los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio.

En la mayor parte de los países hay una Bolsa principal, como por ejemplo las de Nueva York, Londres, París, Zurich, Düsseldorf, Bruselas y Amsterdam, con diferentes estructuras bursátiles secundarias que ahora sería largo de enumerar.

Un hecho característico de cada Bolsa es que solo pueden efectuar operaciones los Agentes admitidos, lo que no significa que todas las transacciones de valores mobiliarios se hagan de modo obligatorio dentro de ella, ni siquiera que se tengan que hacer a través de un mediador oficialmente reconocido. En España, las operaciones de compra-venta mobiliaria se pueden hacer en cual

quier lugar, pero forzosamente a través de un Agente de Cambio y Bolsa o Corredor de Comercio.

c) Agentes Mediadores

Son las personas que se dedican profesionalmente a la ejecución de operaciones de compra-venta de valores mobiliarios. Su actuación, con fórmulas operativas muy simples y sentido de ética profesional, debe ser garantía de corrección y equidad en la compra-venta de valores.

Aunque existen diversas modalidades de intermediarios, nacidas de las diferencias de cada país, en España hay Agentes de Cambio y Bolsa, que son los autorizados para llevar a cabo operaciones en una de las tres Bolsas Oficiales, y Corredores Oficiales de Comercio, con sede en localidades de importancia industrial o comercial. Pese a que teóricamente los notarios efectúan también transmisiones de valores en escritura pública, en la práctica no pueden sustituir a los Agentes y Corredores en las operaciones normales, dado el alto coste y formalidad de los documentos en que dan fé contractual.

La función básica del Agente de Bolsa es concertar transacciones dentro de la sala de operaciones durante el período dedicado a la oferta y demanda de los títulos cotizados, pero además, tienen otra función, que pudiera llamarse comercial, referida a buscar clientes y promover la difusión de la propiedad mobiliaria.

En cada país varía bastante la actuación del Agente de Bolsa, pues mientras en unos se acentúa la función comercial y asesora y por ello el corretaje es más importante, en otros su función es principalmente la ejecución de ordenes. En España, por otra parte, lleva a cabo funciones no relacionadas con los valores mobiliarios, como la intervención en operaciones de crédito, principalmente bancario.

d) Organos de difusión de la propiedad mobiliaria

El mercado mobiliario no se agota en la ejecución de operaciones, sino que requiere su distribución y colocación en el público, quizás esto no era muy importante mientras la propiedad mobiliaria estaba referida casi exclusivamente a las altas clases sociales sin necesidad de inversión, pero sí lo es ahora, cuando es preciso ampliar la base del mercado y buscar nuevos inversores entre personas no relacionadas con los sectores financieros y que por sí solas no adquirirían valores, lo que exige un esfuerzo positivo de venta como en otras actividades económicas.

En líneas generales, hay cuatro sistemas de distribución de valores:



- 1) La indirecta, a través de las carteras de inversores institucionales con personalidad jurídica independiente. Por su especial importancia me referiré a esto más adelante.
- 2) La que proporciona la organización de la banca comercial o Cajas de Ahorro que ponen a disposición de su clientela el servicio de compra-venta y depósito de valores.

En bastantes países, entre ellos España, este sistema constituye el principal instrumento de difusión mobiliaria, con un coste reducido para los clientes pero con el inconveniente de la posible falta de objetividad de bancos vinculados financieramente a algunos valores y sobre todo la carencia de profesionalidad en los empleados encargados de este servicio, que no son verdaderos especialistas en inversión mobiliaria, con incentivo específico por su labor, sino personal administrativo circunstancialmente dedicado a ella.

- 3) Los bancos de Negocios, que en gran parte se han dedicado al asesoramiento de esta clase de inversiones creando servicios técnicos especiales para la administración de fortunas de sus clientes.

Ha existido siempre un campo fluído entre las actividades de los Bancos de Negocio y las firmas de Agentes de Bolsa, actuando a veces los primeros como tales y dedicándose los segundos al asesoramiento de emisiones de títulos y otras actividades principalmente bancarias. En general, estos bancos se limitan a una clientela selecta y no a la difusión popular de los valores. En España, el Banco Urquijo, el más antiguo entre los bancos de negocios, ha dedicado siempre atención al mercado mobiliario, que ahora continúan los de reciente creación.

- 4) Las redes directas de Agentes de Bolsa o vendedores especializados en valores.

Como en muchas otras actividades, se abre paso en el mundo la especialización profesional; de este modo, en Estados Unidos, existe una amplia red nacional de oficinas de las grandes firmas de Agentes de Bolsa y otras, de carácter más local, de miembros afiliados a la "National Association of Security Dealers", que en conjunto han hecho posible el alto grado de inversión mobiliaria individual.

En cierto modo, desempeñan esta función en España los Corredores de Comercio, pero su estructura profesional y la de los Agentes de Bolsa, con imposibilidad de crear firmas colectivas y de expansión te-

territorial, impide una línea de asesoramiento y captación del propio inversor, que sin duda sería de gran interés general, al contrapesar la influencia bursátil de los Fondos Mutuos, que pueden llegar a dominar el mercado mobiliario español de un modo perjudicial para su equilibrio.

e) Inversores Institucionales

El fenómeno más importante de la coyuntura actual de los mercados de valores es la creciente importancia de los inversores institucionales, cuya finalidad social básica o muy fundamental es la inversión técnica de su patrimonio en valores mobiliarios y hacer participar indirectamente a sus asociados en carteras seleccionadas dirigidas por gerentes profesionales.

Constituye esta nueva figura de inversor una fórmula de neosocialismo popular, que promueve una eficacia empresarial mejor que la propiedad estatal o de los trabajadores de la empresa e introduce en el mercado unos factores de concurrencia más efectivos, que los propuestos por el sistema liberal capitalista.

Los principales inversores de esta clase son: los Aseguradores de vida, aunque no en España, donde la capacidad financiera de este sector es bastante reducida; las Cajas de Pensiones, públicas o privadas, de importancia creciente en el mundo entero, y los recientes Fondos Mutuos o Sociedades de Inversión Mobiliaria, que han logrado una elevada influencia técnica en el mercado, dada su exigencia intrínseca de valorar diariamente su situación y en definitiva el acierto o desacierto de la gerencia, lo que naturalmente crea una extraordinaria tensión de eficacia.

Respecto a las Cajas de Pensiones, he de señalar que constituye laguna lamentable de nuestra legislación social, las graves limitaciones y casi imposibilidad de que las Mutualidades Laborales de tanta importancia en nuestro país, apenas puedan participar en los beneficios de la inversión técnicamente dirigida en acciones, único sistema eficaz de revalorización de pensiones, indispensable para completar la protección social de nuestros trabajadores.

Un inconveniente de estas inversiones para el mercado de valores es el problema que pueden plantear cuando su importancia llega a ser proporcionalmente grande, como puede ocurrir en nuestro país, al concentrarse la inversión en muy pocas manos con interés excesivo en aparentar éxitos en su gestión, lo que puede dar lugar a una carrera injustificada de elevación de cambios que termine bruscamente y de modo poco satisfactorio.

f) Empresas cotizadas

La "mercancía" del mercado de valores está constituida por los títulos emitidos por las Empresas industriales o de servicios que acuden al público para colocar sus ampliaciones de capital o emisión de obligaciones.

Por eficiente que sea el funcionamiento de un mercado mobiliario, cuando la mayor parte de las empresas que en él cotizan carecen de condiciones para una actuación eficiente, los inversores buscan otra orientación a su ahorro.

Por eso, las bolsas tienen preocupación por atraer las empresas de mejores posibilidades, dándoles interés en el hecho de su cotización y creando una especie de "status" especial. Esta es la situación de las Empresas "Públicas" de los Estados Unidos, categoría que se está comenzando a perfilar en España, con la creación de las "Empresas de Cotización Calificadas" para las que reúnen determinados requisitos de importancia económica, frecuencia y volumen de cotización, etc...

Un problema de nuestro mercado bursátil es la insuficiencia de empresas en qué invertir satisfactoriamente. El tiempo, que envejece todas las instituciones, ha puesto en decadencia muchas que fueron de primera línea bursátil y en cambio no han entrado en Bolsa las Empresas de más éxito de creación reciente que en general han preferido financiar su desarrollo fuera del mercado de valores.

g) Instrumentos personales de la inversión profesional

Los inversores institucionales, y los agentes o corredores que asesoran a inversores individuales, necesitan el auxilio de tres clases de profesionales especialistas, que junto a los agentes mediadores son los actores personales básicos de un mercado de valores. Son estos los "gerentes de inversión", "Analistas financieros" y "censores jurados de cuentas" que integran profesiones de importancia creciente y muy relacionados entre sí.

1. Gerentes de Inversión

Son las personas que individualmente o formando parte de "comités de inversión" adoptan decisiones de inversión por cuenta ajena y preferentemente en grandes inversiones institucionales. Para su labor necesitan apreciar los aspectos subjetivos y objetivos, coyunturales o permanentes de cada empresa, sector o mercado nacional, valorarlos de modo prudente, y relacionarlos con informaciones específicas, y los objetivos de la institución que representan. Para llevar a cabo esta labor con acierto, es importante tener conocimientos profundos de las técnicas de análisis financiero, pero también un sentido de coordinación sintética y en cierto grado de especulación, sin lo cual un buen analista puede ser un deficiente gerente de inversión.

## 2. Analistas Financieros

Es el especialista en las diversas técnicas para interpretar la información de las empresas, los datos macroeconómicos y sectoriales de posible repercusión en los resultados o desarrollo empresarial o de un sector bursátil, y en definitiva en la valoración actual y futura de las empresas. El analista financiero es un "técnico en economía empresarial". El desarrollo de esta profesión, implica la aparición de numerosos estudios de -- "economía comparada empresarial" y el perfeccionamiento de la información dada por las empresas, ambas cosas de saludable influencia para el mejoramiento de la gestión empresarial.

Una función importante del analista es la representación oficiosa de accionistas e inversores cerca de la gerencia de las grandes empresas, para preguntarles con garantía de profesionalidad y discrección, aspectos no claros de la información publicada, que los gerentes responsables no darían fácilmente a un aficionado curioso, aunque sea accionista, o a una asamblea numerosa que puede interpretarla defectuosamente o utilizarla en contra de la propia empresa.

## 3. Censores Jurados de Cuentas

Estos profesionales de gran importancia y diversas denominaciones en otros países, dan fé con su firma de la exactitud y corrección contable de los balances y cuentas de resultados que presentan al público las empresas con numerosos accionistas minoritarios, ofreciendo una base de partida satisfactoria de la actuación de los analistas financieros que confían en la veracidad de los datos, sin la cual sus apreciaciones carecerían de valor.

He dado solamente una versión panorámica pero muy superficial de las principales instituciones financieras y de crédito y en general, de los elementos que participan en un mercado de valores, tratando principalmente de establecer un sentido coordinado de su función específica en el sistema financiero e incluso estructura social de un país.

Con ello he querido llevar a cabo una labor de preparación de los temas especializados y de gran contenido técnico que constituye el resto del temario de este curso. Me satisfaría haber acertado y sobre todo haber logrado interesar a todos los asistentes en la importancia profesional y sobre todo social, que puede tener este amplio campo de la actividad financiera.