

J. HORTALA:

El concepto de Bolsa en la legislación española y la idea de mercado.*

La revisión del ordenamiento bursátil se pide a gritos. Hay quienes desentonan; otros amagan inconfesables ascensos. Mas la realidad es que la reforma se pide y lo que es más importante, resulta necesaria. Claro está que existen matices y por supuesto infinidad de puntos de vista. No es mi intención un examen exhaustivo de todos ellos. En su lugar, sí quisiera llamar la atención sobre un aspecto, acaso académico, pero sustantivo de lo que debe condicionar, en mi opinión, la reforma de la legislación en este campo: la Bolsa como mercado.

Se trata de dar énfasis a esta idea. Porque como se ha dicho, y nunca con mayor idoneidad, si el Derecho da forma a la Bolsa la Economía le da vida. La mútua influencia es evidente, aunque raras veces recogida plenamente. Y todo ordenamiento adecuado a las exigencias de una economía de mercado de corte contemporáneo no puede contener una normativa con sujeción tan solo a uno de estos elementos. Estructura y funcionamiento deben contemplarse en la correspondiente legislación. Por ello, puede resultar de interés exponer a discreta revisión los planteamientos jurídicos que en orden al concepto de Bolsa han caracterizado la legislación española, subrayando en este contexto la conveniencia que, partiendo de la idea del mercado, cada principio económico relevante tenga la respectiva traducción legal.

A tal efecto, se dedica el primer apartado a referir el concepto de bolsa en los sucesivos ordenamientos, desde la Ley de 1831 hasta el Reglamento de 1967. Se considera luego la consabida función de la Bolsa dentro del sistema financiero, dándose noticia de su significación práctica. En el tercer apartado se tienen en cuenta los encuadres teóricos sobre el mercado bursátil, distinguiendo entre los de índole conductista de aquellos otros de base organizacional. Así se define la noción de Mercado Organizado de Valores que, de acuerdo con las prescripciones de la OCDE al respecto, permite señalar unos principios definidores para la caracterización jurídico-económica de la institución. Se concluye con unas consideraciones que, en relación con los mismos, afectarían a los sujetos, al objeto y a la estructura del mercado bursátil.

— I —

En la ley de creación de la Bolsa Oficial de 10 de septiembre de 1831, se define la institución en su artículo primero, que dice: “Se crea en Madrid una Bolsa de Comercio en que se reúnen con sujeción a reglas determinadas y bajo la vigilancia e inspección de la autoridad establecida por Mí, las personas dedicadas al tráfico y giro comercial y los Agentes públicos que intervienen en sus contratos y negociaciones”. El elemento definidor se configura así en torno a *reunión* de comerciantes y mediadores y la idea, acorde con la legislación extranjera del momento, viene a caracterizar el período fundacional.

La reunión como concepto de Bolsa tiene, de todas maneras, un alcance temporal limitado. El propio legislador, el ilustre jurisconsulto Pedro Sainz de Andino, que se vió forzado a escribir su celebrado *Ensayo* de 1845 en defensa de los criterios contenidos en la Ley y en particular de las operaciones a plazo, introdujo ya ciertos matices. En efecto, en el mismo estima que la Bolsa “es la reunión de los comerciantes y toda clase de Agentes del tráfico mercantil, cualquiera que sea el objeto y la denominación en que tomen parte e intervengan en sus operaciones, en el edificio o lugar que la autoridad pública tenga determinado para estas reuniones y con sujeción a los reglamentos prescritos por ella”.

Se observa, consecuentemente, que al factor reunión se le añade el propio de *lugar*, si bien sea de modo un tanto perentorio, puesto que al mismo tiempo se circunscribe a la de *edificio*. Sin embargo, ello constituye una nueva referencia en la evolución del concepto; referencia que recoge cumplidamente el artículo primero de la Ley Orgánica Provisional de la Bolsa de Madrid de 8 de febrero de 1854: “La Bolsa es la reunión periódica de los comerciantes y de los agentes que intervienen en sus contratos en el local señalado por el Gobierno”

El punto de vista que Andino no introdujera explícitamente en la ley fundacional se traduce en norma, pues, en esta legislación de 1854 y con el matiz que considera en su *Ensayo*; es decir, la significación de las acepciones de *reunión* y *lugar* como características definidoras de la institución bursátil. Lo novedoso de esta nueva concepción reside quizás en las puntualizaciones que sobre ambas características introduce. Por un lado, la reunión debe ser *periódica* y, por el otro, el local es el *señalado por la Administración*. Y tales puntualizaciones tienen interés porque en definitiva condicionarán implícitamente (y bajo determinadas interpretaciones, incluso de modo restrictivo) el concepto de Bolsa que fijará el Código de Comercio de 1885, el código que se centra en los actos de comercio frente a la defensa de los derechos del comerciante que tenía por guía el de 1829.

En el nuevo Código de Comercio, el aún vigente de 1885, la definición en cuestión es la que especifica el artículo 64, primero de los que en este texto están destinados al tema que nos ocupa (Libro 1.º, Título 5.º, Sección 1.ª). Con base en el artículo 48 del Proyecto de 1881 y también en el 64 del de 1882 dice así dicho artículo: “Los establecimientos públicos, legalmente autorizados, en que de ordinario se reúnan los comerciantes y los agentes intermedios colegiados, para concertar o cumplir

las operaciones mercantiles expresadas en esta sección, se denominarán Bolsas de Comercio". Se observará que ahora, en la correspondiente evolución conceptual, el elemento catalizador está en las *operaciones mercantiles* a realizar en la reunión y lugar de la Bolsa, con la peculiaridad que además éste viene remozado con el adjetivo de *público*.

Junto a esta consideración de la Bolsa que contiene la legislación vigente, y desde las acepciones de reunión de comerciantes, lugar de contratación y conjunto de operaciones bursátiles, hay quien sostiene además, a tenor de lo establecido en el artículo 65 del Código de Comercio, que por Bolsa puede también entenderse la *sociedad* fundadora de la misma, puesto que en el citado artículo se indica que el gobierno podrá establecer o autorizar la creación de Bolsas, pero también las empresas mercantiles cuando ello sea uno de sus fines sociales.

Y queda así. En estas cuatro acepciones evolutivas, puesto que la consideración del artículo primero del Reglamento de las Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967, lo único que introduce es la afirmación del carácter *económico* de la institución.

— II —

La univalencia jurídica que condiciona la definición de Bolsa es evidente. Porque la referencia al carácter económico del Reglamento de 1967 no tiene mayores consecuencias para introducir plenamente (y al nivel dispositivo que se quiera) las implicaciones propias de la Bolsa en su contexto económico. Por supuesto, que en toda esta sucesión de elementos definidores subyace la idea de mercado. Pero lo hace de manera encubierta y sin potenciar al correspondiente nivel de norma las exigencias que de ello se derivan para la reglamentación y funcionamiento de la Bolsa.

El olvido, en el sentido de puesta al día, es grave, ya que resta operatividad a la normativa existente al tiempo que le excluye de toda una implementación hoy fundamental. Mas ¿es que la Bolsa no es un mercado? Es centro de reunión de los sujetos interesados en la contratación bursátil; coordina oferta y demanda y, en definitiva, se constituye como contexto de transacción. Eso sí, se trata de un mercado especial. Juridicamente debido a las prerrogativas de tener una organización corporativa, de exigirse la garantía de publicidad del precio y porque en la contratación no está presente el objeto de la misma. Y económicamente por ser cauce del proceso ahorro-inversión, indicador coyuntural y área de actuación de la política monetaria del gobierno.

Ahora bien, este mercado bursátil está inscrito en el sector improductivo de la economía. La Bolsa como tal no crea recursos. En la misma se realiza la negociación. Es así que técnicamente la Bolsa se define como el *Mercado Secundario de Capitales*. Es mercado de capitales porque en ella se contratan activos financieros a largo plazo, lo que la distingue del *Mercado de Dinero* donde los activos son a corto término. Y es un mercado secundario porque se trata de la negociación y no de la crea-

ción de dichos activos, como sucede en el respectivo *Mercado Primario*. Pero su función es decisiva, porque si las emisiones suscritas no pudieran secundariamente negociarse, el correspondiente proceso emisor quedaría muy reducido. De ahí que sin un mercado secundario amplio no pueda existir un mercado primario floreciente, que es el cauce que provee financiación a las empresas y a la economía en su conjunto. La Bolsa, se constituye por tanto como un mecanismo que, sujeto a las leyes del mercado, posibilita esta financiación. Y mencionar las leyes de mercado quiere decir ejercitar las prerrogativas propias de elementos impersonales que desvinculan la obtención de fondos de regímenes oligárquicos, como es el caso de las empresas tuteladas por los reductos crediticios del sector privado y en menor medida del sector público. Los requisitos "sociales" de este mercado motivan que aquella financiación tenga como sustrato la difusión de la propiedad mobiliaria y la salvaguarda y fomento del ahorro popular.

La contemplación jurídica de todas estas características en una ordenación *ad hoc* es fundamental. Y su necesidad no puede obedecer a pruritos ilusorios. Aparte la experiencia extranjera, existe una significación práctica del mercado de capitales en nuestro país, escasamente minimizada incluso en épocas tan recesivas como la presente. Desde el punto de vista de la financiación externa (excluida la autofinanciación) del sector privado de la economía, las cifras relativas se mueven alrededor de estos porcentajes: 57% de la banca; 6% del crédito oficial; 14% de las cajas de ahorro; y 23% de emisiones. Desde el punto de vista de la financiación de la economía, el porcentaje sobre la Formación Bruta de Capital se sitúa aproximadamente en un 19%, si se atiende sólo a las emisiones privadas; al 22% si conjuntamente con las públicas; y al 28% si se hace referencia a las emisiones totales (con aportación y sin aportación de fondos y sociedades financieras y no financieras). Desde el punto de vista, por último, de la capitalización bursátil (valor efectivo del conjunto de títulos admitidos a cotización), ésta viene a representar un porcentaje más bien estable de un 40% sobre el Producto Interior Bruto.

Estas cifras son bien elocuentes, máxime al tener en cuenta que en casi todos los renglones considerados se superan los respectivos promedios de los países de la OCDE. Sin embargo, necesario es considerar que esta significación del mercado primario de capitales guarda cierta disparidad con el secundario. De hecho, la relación entre la capitalización y la contratación efectiva no representa sino un 11-13% porcentaje sí inferior al de aquel grupo de países. Ello obedece, además de circunstancias espúreas, a las conocidas razones de "atesoramiento" de títulos en carteras patrimoniales, de presión política y de rentabilidad. Pero bien cierto es que de no existir la seguridad de liquidez, es decir, la opción que el mercado secundario brinda al primario, el volumen en la colocación originaria no llegaría a los niveles descritos.

bien, los requerimientos de su consideración como mercado y la conveniencia de que así se regule el marco jurídico no postulan necesariamente la adscripción a formas particulares de dinámica contractual o de determinación de cotizaciones. El énfasis se pone en el mercado como idea. Importa por tanto distinguir entre lo que puede denominarse teorías conductistas de aquellas otras de base organizativa.

Las primeras, sintetizadas en el *análisis fundamental*, el *grafista* y los enfoques derivados del *camino aleatorio* (random walk), parten ya de un mercado establecido, postulando las interacciones de los procesos de formación de precios, sin excluir la determinación de relaciones causales a efectos predictivos. Estos esquemas refieren por tanto la conducta del mercado. En un caso se trata de la búsqueda del *valor intrínseco* de la acción; en el otro del seguimiento de la trayectoria atendiendo al *precio* de los títulos; y en el tercero de la incidencia de la *información* sobre las variaciones diarias de las cotizaciones. En realidad, la información está en la base de los tres esquemas. Información sobre el balance, la empresa, el sector e información sobre la política económica y las variables económicas más representativas. Sin embargo, la naturaleza de la información definidora del camino aleatorio (Teoría del Mercado Eficiente) reside en la valoración que en cada momento haga el mercado de la que se disponga con independencia de la previa y de la posterior, al extremo de que las sucesivas variaciones de los cambios estén libres de correlación serial.

Las segundas, en cambio, establecen como sustrato de su contenido teórico los elementos que deben dar forma al mercado. Su interés reside más en la organización que en el funcionamiento. Y son así las que a los efectos que ahora nos ocupan conviene reciban todo el énfasis. Es el encuadre institucional lo que debe recoger la legislación, traduciendo a nivel jurídico lo propio de cada principio económico relevante. En este sentido, un campo teórico significativo resulta no ser otro que el derivado de los modelos tradicionales de competencia, con los matices sustraídos de lo que recientemente se ha definido como *Mercado Organizado de Valores*. De acuerdo con las prescripciones de la OCDE, se entiende por tal "todo mercado constituido que ofrece o asegura un lugar o medios que permiten al conjunto de compradores y vendedores estar en contacto de manera regular y que dispone y garantiza el mecanismo necesario para la correcta conclusión de las transacciones".

Con sujeción a este punto de vista, los modelos de competencia que analiza la teoría económica convencional (perfecta, imperfecta y monopolística), se ofrecen con unos aditamentos que cualifican los consabidos principios de *libertad*, *transparencia*, *homogeneidad* e *independencia*. Se trata entonces de plantear las condiciones fundamentales para la viabilidad del Mercado Organizado de Valores en base a: 1) funcionamiento eficaz; 2) protección de los inversores; y 3) servicio al público en general y no solamente al de la comunidad financiera. El grupo de trabajo de la OCDE establece además que deben facilitarse los medios para procurar capital y colocación del ahorro a todos los sectores de la actividad económica tanto nacional como internacional. Se reclama la efectividad de la contrapartida, y más aún: que la Bolsa, con su marco institucional al servicio de la comunidad, facilite el encuentro entre los fondos prestables disponibles y las necesidades de inversión incluso en el caso de sociedades no cotizadas.

A tales fines se resalta el principio esencial de que el mercado inspire *confianza*, señalando para ello la necesidad de: 1) *información*, referida a organización y funcionamiento sobre títulos cotizados y sus emisoras, sobre índices de contratación y cotización, sobre el ejercicio de los derechos del inversor; 2) *credibilidad*, referida a que los cambios sean reflejo real de la oferta y la demanda sobre la base más amplia posible; 3) *seguridad*, referida a que todos los inversores tengan las mismas condiciones de acceso al mercado; 4) *operatividad*, referida a la realización de negociaciones leales y ordenadas con el fin de establecer continuidad, liquidez y profundidad del mercado en la medida de lo posible; 5) *organización*, referida al desenlace correcto de las transacciones mediante un mecanismo de liquidación, compensación y custodia de títulos; 6) *profesionalidad*, referida a un nivel muy elevado de competencia de sus miembros, asistida a su vez de una total independencia que no sea la corporativa y en particular frente a instituciones financieras y muy concretamente a las bancarias; 7) *control*, referido regularmente a la situación financiera y a la actividad profesional de los miembros del mercado; y, 8) *garantía*, referida a un sistema de indemnización a los inversores en caso de pérdidas debidas a la insolvencia de uno de sus miembros.

En relación a estas ocho condiciones son de advertir, de todos modos, ciertos elementos complementarios. Por una parte, es necesaria la correspondencia entre la Administración y la organización corporativa de la mediación, en base al carácter público de la institución y a la declaración oficial de la cotización. Por otra, se estima conveniente la regulación y funcionamiento de un Comité, con participación de las diferentes instancias interesadas en el negocio bursátil y financiero en su conjunto, para el seguimiento y control de las correspondientes actividades. Por último, se defiende que el marco óptimo para el perfeccionamiento del Mercado Organizado conlleve la concentración de las transacciones, si bien la existencia de un mercado único no presupone necesariamente la existencia a su vez de un mercado centralizado. Sí, en cambio, la supresión de los mercados paralelos. En este sentido, los principios que hacen posible la *autonomía* de los Mercados Organizados de Valores “se refieren a las obligaciones que nacen de la autorización o reconocimiento de la organización y de los procedimientos y cuestiones con ella relacionados, tales como la admisión a la cotización y su exclusión, la negociación de títulos no cotizados, el fraude y las manipulaciones, la insolvencia, la competencia, etc.”

— I V —

Estos requerimientos del Mercado Organizado de Valores son punto de referencia. Y lo son en la perspectiva de implicar lo que cada principio económico comporta a nivel jurídico, ya que en ello descansa la necesidad de considerar la idea de mercado en la ordenación jurídica de la Bolsa. Su cualificación amplía las cuatro prerrogativas tradicionales del mercado competitivo y precisa la eficiencia de la Bolsa en un sistema de libre economía, porque refuerza la *especialización y diversidad operativa*, la *concurrencia operativa*, la *información continuada y suficiente*, la *calidad*

real y cantidad del producto homogéneo, la fiabilidad contractual y las garantías competitivas y, en fin, la identificación de la marcha de la cotización con la actividad económica.

Ahora bien, el examen cumplido de sus consecuencias obliga a revisar la normativa vigente, cuando no a replantear la concepción de la Bolsa que en la misma se contiene. Por lo tanto, en la sucesión histórica de conceptos esbozados anteriormente, el eslabón inmediato en la correspondiente continuidad evolutiva no vendrá dado sino por la inclusión explícita del mercado como elemento definidor. Al hacerlo, el análisis de los efectos económicos y su contrapartida jurídica en relación a lo actualmente tipificado desvelará el campo concreto en donde situar a plenitud una legislación convenientemente actualizada. El punto de referencia está, pues, en todos y cada uno de los principios enumerados, condicionantes como se ha dicho del Mercado Organizado. Sin embargo, los matices punto a punto nos llevarían a una digresión que desbordaría los objetivos de estas consideraciones. Sintéticamente, de todos modos, sí es importante resaltar sus influencias más decisivas, que afectan a los *sujetos*, al *objeto* y a la *estructura* del mercado bursátil.

En cuanto a los primeros, el respectivo replanteamiento alcanza al público en general (inversor-ahorrador) y a los mediadores, como elementos personales de la transacción mobiliaria.

Por un lado, debe introducirse toda una legislación adicional relativa a los derechos del inversor así como a las normas procedimentales para ejercerlos permanentemente. En la actualidad la única mención, aunque circunstancial, está en el Estatuto de la Publicidad de 11 de junio de 1964 y en el Decreto sobre Activos Financieros de 19 de octubre de 1973. Se trata, además, de promulgar aquellas salvaguardas frente al fraude y la insolvencia y en particular, como recomienda la OCDE, aquellas otras destinadas a impedir cualquier abuso en las prácticas de la negociación así como en la manipulación de los precios.

Por otro lado, el estatuto del mediador se halla ahora y aquí en un proceso ciertamente confuso. ¿Obedece ello a la inexistencia de regulaciones en el Reglamento de 1967?. No se trata, sin más, de exigir garantías de moralidad e inteligencia como apuntaba la Ley de 8 de febrero de 1854. La cuestión es más compleja, aunque sin llegar a muy singulares interpretaciones de los artículos 89 y 93 del Código de Comercio y 1429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. Entre otras cosas, porque en los mismos está perfectamente clara y diferenciada la asunción de funciones, al margen que la vertiente corporativa (y no necesariamente ligada a la irreivindicabilidad) puede y debe jugar su papel. La cuestión está aquí en la profesionalidad y en la independencia; independencia en la actuación y profesionalidad en la gestión. Las alternativas que ofrece la legislación extranjera abren un amplio campo de figuras más acordes con las necesidades de un sistema financiero moderno. Además, no hay que olvidar que ya en la Ley de 1831, y en concreto en su artículo 81, se hacía alusión a las posibilidades asociacionistas en la modalidad de Sociedad en Comandita, la cual brinda mayores opciones que la Anónima entre especialistas, sobre todo en la panorámica de los artículos citados del Código de Comercio y Ley de Enjuiciamiento Civil.

En relación al objeto de contratación bursátil, las exigencias del replanteamiento en cuestión afectan sustantivamente a la información así como a las regulaciones de la admisión y exclusión de títulos en la cotización oficial.

La problemática de la información también es amplia. Y no se agota con los requerimientos teóricos del mercado transparente. La cuestión de fondo estriba en que el objeto que se contrata en Bolsa no está presente en la respectiva negociación. Las cautelas por tanto deben extremarse mucho más allá de los límites normales que supone el que los valores sean homogéneos dentro de cada clase y serie. A este nivel las lagunas del Código de Comercio son evidentes y las referencias del Reglamento escasas y parciales. Tampoco la Ley de Sociedades Anónimas aporta mayor claridad. Y es que la disposición de la información deseable cubre tres frentes. En primer lugar, está la información de *base* cuya característica es la "periodicidad" y que da noticia de la situación de la empresa desde un punto de vista contable. Está regulada en la mencionada Ley y en los artículos 47 y 48 del Reglamento en sus aspectos más generales tales como la presentación de Memoria, Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y distribución de resultados. En segundo lugar, está la información *ocasional* de carácter "puntual" (o, por lo menos, así debiera ser) que también encuentra referencias en el Reglamento cuando se alude a pagos de dividendos pasivos, aumentos o reducción de capital, cobro de dividendo, etc... Y en tercer lugar está la información de *coyuntura* cuya nota definidora debería ser la "suficiencia". Pero ésta no tiene ningún tratamiento legal, cuando paradójicamente deviene trascendente para el seguimiento de la marcha de la sociedad y consecuente identificación con el precio.

La información asimismo juega un papel importante en las cuestiones relativas a la admisión y exclusión de títulos a cotización. Las regulaciones al respecto, empero, no incorporan plenamente garantías económico-financieras. El tratamiento que de ello se hace en el Capítulo V del Reglamento resulta así incompleto, y nada añaden los artículos 68 a 72 del Código de Comercio. Pero eso no es todo, porque la consideración misma de esta cuestión tan esencial se deja a la competencia exclusiva de la Junta Sindical, con lo que ello puede suponer de discrecionalidad y diferenciación en el espacio, al tiempo que evidencia el pesado lastre que aún suponen los articulados contenidos en los Capítulos IV y III, respectivamente, de los Reglamentos de 31 de diciembre de 1885 y 18 de junio de 1886 que se han ido sucediendo en la normativa posterior.

Con referencia, por último, a la estructura del mercado, los remoldeamientos afectarían básicamente a la contratación, al procedimiento de liquidación y a las modalidades de transacción o clases de contratos. Y todo ello en el bien entendido de que sea máximo permisible el libre juego entre oferta y demanda para la independencia del precio.

La forma de contratación está tipificada en el artículo 79 del Código de Comercio que posteriormente recoge el 143 del Reglamento. Sin embargo, no se fuerzan garantías adecuadas para que la "viva voz" encuentre mayores prerrogativas en las actuaciones de las Juntas Sindicales, que por otra parte pueden tender a la discre-

cionalidad de acogerse al procedimiento excepcional que fija el artículo 158 del Reglamento. Al mismo tiempo, no existe norma alguna que obligue a la concurrencia de todas las operaciones al mercado (por supuesto que me refiero a títulos admitidos a cotización oficial). El régimen de “aplicaciones” distorsiona así la formación del precio, mermando volumen en las correspondientes transacciones. En el sistema de “cajas” las aplicaciones pueden prohibirse; pero no así en el sistema aquí existente (que sin duda ofrece mayores ventajas), por lo que se hace preciso una regulación de este tipo de transacciones en aras de que el precio sea reflejo real de la oferta y la demanda. Y en este contexto, la flexibilidad legal debe ser mayor para que la organización corporativa del mercado establezca, en consonancia con el ciclo, los mínimos de contratación para determinar variaciones en los cambios (fijadas en los artículos 149 y 150 del Reglamento); para que se sancionen las prácticas del “listado”; y para que la inversión institucional vaya acompañada en todo momento de la definitiva claridad.

En lo concerniente a la liquidación de operaciones, es de advertir que los artículos 76 y 77 del Código de Comercio y los propios del Reglamento, desfasados en parte por la voluminosidad de las emisiones y consiguiente retraso en la entrega, se han visto ampliamente superados por la normativa que establece el Decreto de 25 de abril de 1974. En términos operativos, lo que con ello se ha introducido es prácticamente la fungibilidad de los títulos así como la liquidación por compensación de las operaciones. De todos modos, y a pesar del avance que ello supone, se precisa un nuevo impulso para que, una vez solventadas las dificultades jurídicas, se introduzcan también en este sistema los valores de renta fija y las acciones nominativas.

Y, en fin, en relación a las formas de contratos, sorprende encontrar una legislación amplia y una práctica restrictiva. Por supuesto que el meollo de la cuestión está en el plazo. La legislación lo autoriza, pero asimismo la legislación no lo permite. La correspondiente historia es tremendamente cíclica. En la Ley de 1831, quedan autorizadas según el artículo 38. Pero a renglón seguido empieza, discutiéndose el descubierto y las diferencias, una larga sucesión de medidas prohibitivas unas y afirmativas las otras. El artículo 75 del Código de Comercio, sienta una autorización de carácter contemporizador que a su vez recoge el Reglamento de 1967. Ello no obstante, la Ley de 23 de febrero de 1940, que ordenaba reanudar el funcionamiento de las Bolsas, había prohibido también el plazo. Y esta ley está en vigor en cuanto a dicha prohibición, ya que el Reglamento citado relega la cuestión a un trámite de autorización por parte de la autoridad competente. En su consecuencia, el mercado se ve privado de un elemento amortiguador de la fluctuación y además de lo que, siquiera sea teóricamente, supone el mecanismo de la especulación como igualador del precio en el tiempo. El contenido del plazo, necesario para estos menesteres, se encuentra, de todos modos, inmerso en una cierta discusión. Porque las posibilidades de la legislación no contemplan plenamente las diferentes opciones que se ofrecen en la actualidad. El “margin”, por un lado, debería encontrar como modalidad alternativa la correspondiente tipificación legal y las garantías establecidas, por otro, deberían también ajustarse a las exigencias contemporáneas.

- V -

Al concluir, conviene remarcar que toda esta caracterización legal montada en torno al factor económico del Mercado Organizado de Valores presupone, de acuerdo con las indicaciones de la OCDE, una división de competencias que afectan tanto a la estructura como al funcionamiento de la Bolsa. Se trata de los quehaceres propios de la Administración, del Mercado y mixtos. Y ello, sin perjuicio de la importante nota de *independencia* que debe presidir la organización y cometidos del Comité de Seguimiento y Control de las actividades financieras.

Esta división de competencias supone la siguiente relación de responsabilidades. Exclusivas de las Autoridades Gubernativas: 1) la autorización de los mercados y de los intermediarios profesionales; 2) la competitividad entre los mercados; y 3) la concentración de las transacciones. Exclusivas de los propios Mercados: 1) la competencia entre los miembros; 2) la exclusión de la cotización; 3) la negociación de títulos no cotizados; 4) la insolvencia de los miembros; y 5) la publicidad. Y de competencia mixta: 1) la admisión de los miembros al mercado; 2) la organización y los procedimientos del mercado; 3) la contratación en el mercado; 4) la admisión de los títulos a la cotización; 5) los servicios accesorios; y 6) el fraude y las manipulaciones.

La adopción de todos estos objetivos viabiliza la consecución de estándares internacionales, pensados por el momento como tendentes al óptimo. Pero además y por lo que aquí interesa, constituye firme pilar de referencia para los necesarios retoques al ordenamiento vigente. Y es esta perspectiva, en suma, la que comporta algo tan fundamental como que en el concepto de Bolsa se recoja explícitamente la idea de mercado como elemento definidor.

REFERENCIAS

*Conferencia de clausura al cursillo "L'Aptitud Financiera a Catalunya i Ordenació Borsària". Departamento de Teoría Económica de la Universidad de Barcelona, junio de 1977.

1. Alvarez del Manzano, F., Bonilla, A. y Miñana, E., *Códigos de Comercio Españoles y Extranjeros y Leyes modificativas y complementarias de los mismos, comentados, concordados y anotados o Estudios Fundamentales de Derecho Mercantil Universal*, Libr. V. Suarez. Madrid, 1914. Vols I y VI.

2. Garrigues, J., "La Reforma de la Sociedad Anónima y el Régimen de Bolsa" en *Coloquios de Derecho Bursátil*. Bilbao. 1970.

3. Hortalá Arau, J., "Sobre Economía de Mercado y Eficiencia en Bolsa" en *Cuadernos de Economía*, Vol. IV, n.º 9.

4. O.C.D.E., *Mercados Autónomos de Valores Mobiliarios*. 1976.

5. Polo, A., "El Derecho de Información del Accionista" en *Boletín Extraordinario*, n.º 1. Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Barcelona, 1962.

6. Rubio, J., *Sainz de Andino y la Codificación Mercantil*. C.S.I.C. Madrid, 1950.
 7. Ruiz, R., *Historia de la Legislación de la Bolsa de Madrid, 1831-1931*. Imp. J. Bravo, Madrid, 1935.
-

F. SEGURA-RODA:

Análisis Macroeconómico y Multiplicadores a largo plazo.

I.— INTRODUCCION

La aplicación del método estático-comparativo en el contexto de análisis macroeconómico consiste en buena medida en la obtención de expresiones para los multiplicadores de interés. De ellos el multiplicador del gasto público igual al inverso de la propensión marginal al ahorro es el más sencillo y conocido. Dicho multiplicador se obtiene diferenciando la condición de equilibrio entre los flujos de renta y gasto del modelo en consideración. Todo esto es de sobras conocido pero no resulta superfluo el recordarlo aquí ya que el propósito del presente trabajo es demostrar que los multiplicadores keynesianos clásicos del gasto público son en gran parte el resultado de una confusión conceptual.

La razón es simplemente que una vez que se reconoce explícitamente la existencia de una restricción presupuestaria a la que las acciones de política económica no pueden dejar de someterse, incrementos en el gasto público no pueden invocarse en el vacío ni separarse del crecimiento necesario en los instrumentos de financiación del mismo. La restricción presupuestaria formaliza la idea de que el sector público no roba y por tanto debe financiar sus gastos de alguna manera, bien mediante la emisión de deuda pública o bien mediante la emisión de base monetaria. De ello se sigue que los multiplicadores del gasto público de libro de texto keynesiano comparan dos posiciones caracterizadas por el equilibrio en los flujos pero también por los cambios en los stocks financieros del sistema. En consecuencia, y desde un punto de vista estrictamente lógico, es incorrecto invocar la cláusula *ceteris paribus* para analizar los efectos renta de un incremento en el gasto público: las demás cosas no permanecen inalteradas pues el déficit presupuestario resultante lleva a un cambio en los stocks financieros antes mencionados.

Desde un punto de vista práctico uno puede sin embargo argumentar que en el corto plazo ese cambio es tan mínimo en términos relativos que puede ser ignorado. Y es ésta consideración la que justifica denominar a los multiplicadores keynesianos clásicos como multiplicadores a corto plazo, mientras que los multiplicadores consistentes con valores estacionarios en los stocks del sistema pueden ser calificados de multiplicadores a largo plazo. Pero es importante insistir que, en buena lógica, sólo los últimos representan una comparación de dos posiciones de equilibrio.