



- ◆ Trabajo realizado por la Biblioteca Digital de la Universidad CEU-San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

# 22 El sistema financiero español

---

LUIS RODRÍGUEZ SÁIZ  
JOSÉ ALBERTO PAREJO

## 1. Características generales

El sistema financiero español está formado por un conjunto de instituciones, medios y mercados cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit financiero, hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit. El grado de eficiencia logrado en este proceso de transferencia será obviamente tanto mayor, cuanto mayor sea el flujo de recursos de ahorro generado y dirigido hacia la inversión productiva y cuanto más se adapte a las preferencias individuales.

El sistema financiero comprende, pues, tanto los instrumentos o activos financieros, como las instituciones o intermediarios y los mercados financieros. Y cumple, por tanto, la misión fundamental en una economía de mercado, de captar el excedente de los ahorradores (unidades de gastos con superávit) y canalizarlos hacia los prestatarios públicos o privados (unidades de gastos con déficit). Esta misión resulta fundamental por dos razones: la primera es la no coincidencia, en general, de ahorradores e inversores, esto es, las unidades que tienen déficit son distintas de las que tienen superávit; la segunda es que los deseos de los ahorradores tampoco coinciden, en general, con los de los inversores respecto al grado de liquidez, seguridad y rentabilidad de los activos emitidos por estos últimos, por lo que los intermediarios han de llevar a cabo una labor de transformación de activos, para hacerlos más aptos a los deseos de los ahorradores.

El papel del sistema financiero no se reduce, pues, a la canalización de una cifra dada de ahorro hacia las distintas formas de inversión, sino que su mayor o menor perfección condiciona también el volumen de ahorro de la comunidad.

Se denominan activos o instrumentos financieros a los títulos emitidos por las unidades económicas de gasto, que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los generan.

Así pues, la riqueza no humana de los agentes económicos, sean éstos economías domésticas, empresas o el sector público, se puede dividir entre activos reales, o bienes físicos que forman la riqueza material, y activos financieros que, al ser pasivos

de otras unidades, no contribuyen a incrementar la riqueza general del país, al menos en una economía cerrada, pero facilitan extraordinariamente la movilización de los recursos reales de la economía. Y los activos financieros se clasifican a su vez en primarios o secundarios (o indirectos) según sean emitidos, respectivamente, por los agentes económicos con déficit financiero o por los intermediarios financieros.

Los instrumentos financieros primarios son emitidos, en efecto, por las unidades económicas de gasto con déficit, con el fin de obtener medios de pago para cubrir un desequilibrio temporal entre sus gastos y sus ingresos. Por ejemplo, las economías domésticas en ciertos períodos en los que desean adquirir activos reales de alto valor, tales como viviendas o bienes de consumo duradero, se verán forzadas a realizar gastos superiores a sus ingresos corrientes, por lo que tendrán que recurrir a la financiación que les proporcionan otros agentes económicos, emitiendo los correspondientes pasivos, que serán activos para los prestamistas. De igual forma las empresas tienen desfases entre sus corrientes de ingresos y gastos, tanto a lo largo del proceso productivo, como para adquirir los bienes de capital que precisan para instalar o renovar sus industrias; en consecuencia, deberán acudir a fuentes de financiación externas, mediante la correspondiente emisión de instrumentos financieros, o bien movilizar activos que tengan en su poder debido al ahorro de períodos anteriores. Finalmente, el sector público puede tener, a lo largo del ejercicio presupuestario, unos gastos que superen a sus ingresos corrientes; en este caso deberá emitir ciertos títulos que, adquiridos por otros agentes económicos, pondrán a su disposición los recursos financieros necesarios para cubrir su déficit.

Los activos financieros emitidos por las unidades económicas de gasto para cubrir su déficit, como ya hemos visto, pueden ser adquiridos directamente por los ahorradores últimos de la economía. Sin embargo, a medida que ésta se desarrolla se hace necesaria la aparición de instituciones que medien entre los agentes con superávit y aquellos que posean déficit con el fin de abaratar los costes en la obtención de financiación, y de facilitar la transformación de unos activos en otros, haciéndolos más atractivos para ambos.

Estas funciones nos sirven para caracterizar a los intermediarios financieros, como el conjunto de instituciones especializadas en la mediación entre los prestamistas y los prestatarios últimos de la economía.

Sin embargo, los intermediarios financieros se diferencian de los agentes mediadores (*dealers*) en que éstos compran y venden activos financieros para mantener un patrimonio, no originando su actividad ningún cambio en los activos negociados, puesto que los *dealers* no crean nuevos y diferentes activos a los ya existentes. Por el contrario, los intermediarios financieros adquieren activos como forma de inversión y no los revenden, sino que, en base a ellos, crean activos nuevos (financieros indirectos) que colocan entre los ahorradores, obteniendo de éstos los fondos necesarios para la realización de sus inversiones.

La función de mediación financiera resulta generalmente ventajosa para todas las unidades económicas, ya sean prestamistas o prestatarias. En efecto, para las primeras porque los intermediarios financieros les ofrecen nuevos activos financieros (indirectos) en los que materializar su riqueza, a unos costes muy inferiores a los que

alcanzarían si tuviesen que acudir al mercado a conseguirlos. Por otro lado, la mediación financiera también genera ventajas para los prestatarios últimos al facilitarles la movilización de los fondos de financiación y la reducción del coste de la misma, mejorando las oportunidades de obtener recursos de los pequeños ahorradores que, en ausencia de los intermediarios, en la mayoría de los casos, no acudirían al mercado, disminuyendo así los fondos disponibles para ser adquiridos por las unidades económicas deficitarias.

Por tanto, el papel clave de los intermediarios financieros en una economía es el de «aceptar pasivos de los prestatarios últimos que los ahorradores últimos no aceptarían y emitir pasivos para estos agentes, cuya duplicación no está al alcance de los prestatarios». Este proceso de transformación de activos constituye la base de la actuación de los intermediarios financieros que, al ejercitarla, crean activos de características únicas, dentro de la diversidad de formas que pueden revestir (cuentas corrientes, depósitos a plazo, bonos bancarios, pólizas de seguros, etc.).

Si bien pueden existir (y existen de hecho) diferencias entre los países, según sus características y modalidades, podemos distinguir en líneas generales dos tipos de intermediarios financieros:

1. Intermediarios financieros bancarios: están constituidos por el Banco Central y las entidades bancarias, y se caracterizan porque alguno de sus pasivos (billetes y depósitos a la vista) son pasivos monetarios, es decir, aceptados generalmente por el público como medio de pago y, por tanto, son dinero.

Dentro de los intermediarios financieros bancarios, el Banco Central es el encargado de ejecutar la política monetaria del gobierno, mientras que las entidades bancarias realizan operaciones activas con particulares, empresas, y otras instituciones, para lo cual necesitan captar recursos mediante la generación de depósitos a la vista, a plazo, etc.

2. Intermediarios financieros no bancarios: a diferencia de los anteriores, sus pasivos no son dinero, con lo cual su actividad es más mediadora que la de aquéllos. Dentro de los intermediarios financieros no bancarios se pueden incluir una gran variedad de instituciones, con características propias para cada país, entre los que podemos resaltar las compañías aseguradoras (cuya función mediadora es subsidiaria de su actividad aseguradora de riesgos, que es la principal, y les lleva a acumular importantes reservas a partir de las primas de los asegurados, que invierten en obligaciones, acciones, etc.), entidades de financiación muy diversas, instituciones de inversión mobiliaria colectiva, etc., como veremos luego en el caso español.

Finalmente, se denomina mercado financiero al mecanismo o lugar a través del cual se produce intercambio de activos financieros y se determinan sus precios. El sistema no exige, en principio, la existencia de un espacio físico concreto en el que se realicen dichos intercambios. El contacto entre los agentes que operan en estos mercados puede establecerse de diversas formas: telefónicamente o por télex, por correo, mediante mecanismo de subasta, etc. También es irrelevante si el precio se

determina como consecuencia de una oferta o demanda conocida y puntual para cada tipo de activos. En ocasiones, es el emisor el que fija el precio del activo o título que lanza al mercado, de acuerdo con las condiciones generales existentes en el mismo, y es el mercado, con una demanda suficiente o insuficiente para dicho título, el que se encarga de señalar si el precio y demás condiciones de la oferta han sido apropiados.

De la definición antes expuesta se deducen las funciones principales que cumplen los mercados financieros:

- a) Poner en contacto a los agentes que intervienen en los mismos, bien se trate de individuos o empresas que participan directamente en el mercado, bien se trate de agentes especializados o intermediarios financieros.
- a) Ser un mecanismo apropiado para la fijación del precio de los activos. Esto se produce sobre todo en los mercados de negociación. Para la fijación del precio en los de emisión, se toma como referencia la situación del mercado, respecto a los tipos de interés que se forman en el mismo.
- c) Proporcionar liquidez a los activos, ya que en la medida en que se amplíe y desarrolle el mercado de un activo, se logrará una mayor facilidad para convertirlo en dinero sin pérdida.
- d) Reducir los plazos y los costes de intermediación, al ser el cauce adecuado para el rápido contacto entre los agentes que participan en dichos mercados.

Por último, podemos sintetizar ahora a la vista de lo expuesto hasta aquí las tres funciones principales de un sistema financiero y, por tanto, del español.

En primer lugar, una función esencial de todo sistema financiero consiste en garantizar una eficaz asignación de los recursos financieros. Esto significa que el sistema financiero ha de proporcionar al sistema económico los recursos financieros que éste precisa, apropiados no sólo en su volumen o cuantía, sino también en su naturaleza, plazos y costes.

Una segunda función básica que se considera debe cumplir el sistema financiero es contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera, y permitir, a través de su estructura, el desarrollo de una política monetaria activa por parte de la autoridad monetaria, entendiéndose por estabilidad, ausencia de crisis importantes en los diversos grupos institucionales integrantes del sistema (banca privada, cajas de ahorro, compañías aseguradoras, etc.), así como consecución de una evolución estable de las principales macromagnitudes monetarias y financieras.

En tercer lugar, fomentar el ahorro y la inversión productiva y, a través de este estímulo, favorecer el proceso de desarrollo económico y social del país.

La medida en que se cumplan todas estas funciones será una muestra de la eficiencia del sistema financiero.

## 2. La estructura actual del sistema financiero español

Una visión de conjunto de nuestro sistema financiero, desde el punto de vista institucional, en el momento de redactar este texto (abril de 1996), es la que aparece en la figura 22.1. La referencia a una fecha concreta se justifica por el hecho, comprensible, de ser el Sistema Financiero un mecanismo en permanente evolución, sometido de forma continua, y especialmente en el caso español en los últimos 20 años, a profundas transformaciones en su estructura y organización, a las que nos referiremos más adelante.

En España la máxima autoridad en materia de política financiera corresponde al Gobierno, siendo el Ministerio de Economía y Hacienda el responsable de todos los aspectos relativos al funcionamiento de las instituciones financieras. Ello no obstante, las Comunidades Autónomas han asumido también determinadas competencias de orden financiero, recogidas en sus respectivos Estatutos de Autonomía, que afectan a la organización y funcionamiento de algunas de las instituciones financieras ubicadas en su territorio.

Por su parte, el Ministerio de Economía y Hacienda ejerce sus funciones a través de cinco órganos ejecutivos:

- Dirección General de Política Comercial e Inversiones Exteriores.
- Banco de España.
- Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- Dirección General de Seguros.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Dirección General de Política Comercial e Inversiones Exteriores comparte competencias con el Banco de España en materia de control de cambios. A ellas nos referiremos más adelante, al desarrollar con cierto detalle las funciones de nuestro banco emisor, al que corresponden las mayores atribuciones, tanto por la variedad y cantidad de instituciones financieras bajo su control, como por ser el encargado de definir y ejecutar la política monetaria, con autonomía respecto a las instrucciones del Gobierno o del Ministerio de Economía y Hacienda.

Del Banco de España dependen, en efecto, en primer lugar las denominadas entidades de crédito, cuya característica común es la posibilidad que tienen de captar fondos del público en forma de depósitos o títulos similares. Pertenecen a esta categoría: el Instituto de Crédito Oficial (ICO), convertido hoy en agencia financiera del Gobierno; los bancos privados, tanto españoles como extranjeros instalados en España; la banca pública, agrupada en el holding financiero denominado *Corporación Bancaria de España, S. A.* (Argentaria), del que forman parte, además del Banco de Crédito Agrícola, del Banco de Crédito Local y del Banco Hipotecario de España, la Caja Postal de Ahorros y el Banco Exterior de España; las Cajas de Ahorro y la Confederación Española de Cajas de Ahorro, y las Cooperativas de Crédito.

En segundo lugar, dependen también del Banco de España las denominadas Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado (ECAOL). Pertenecen a esta

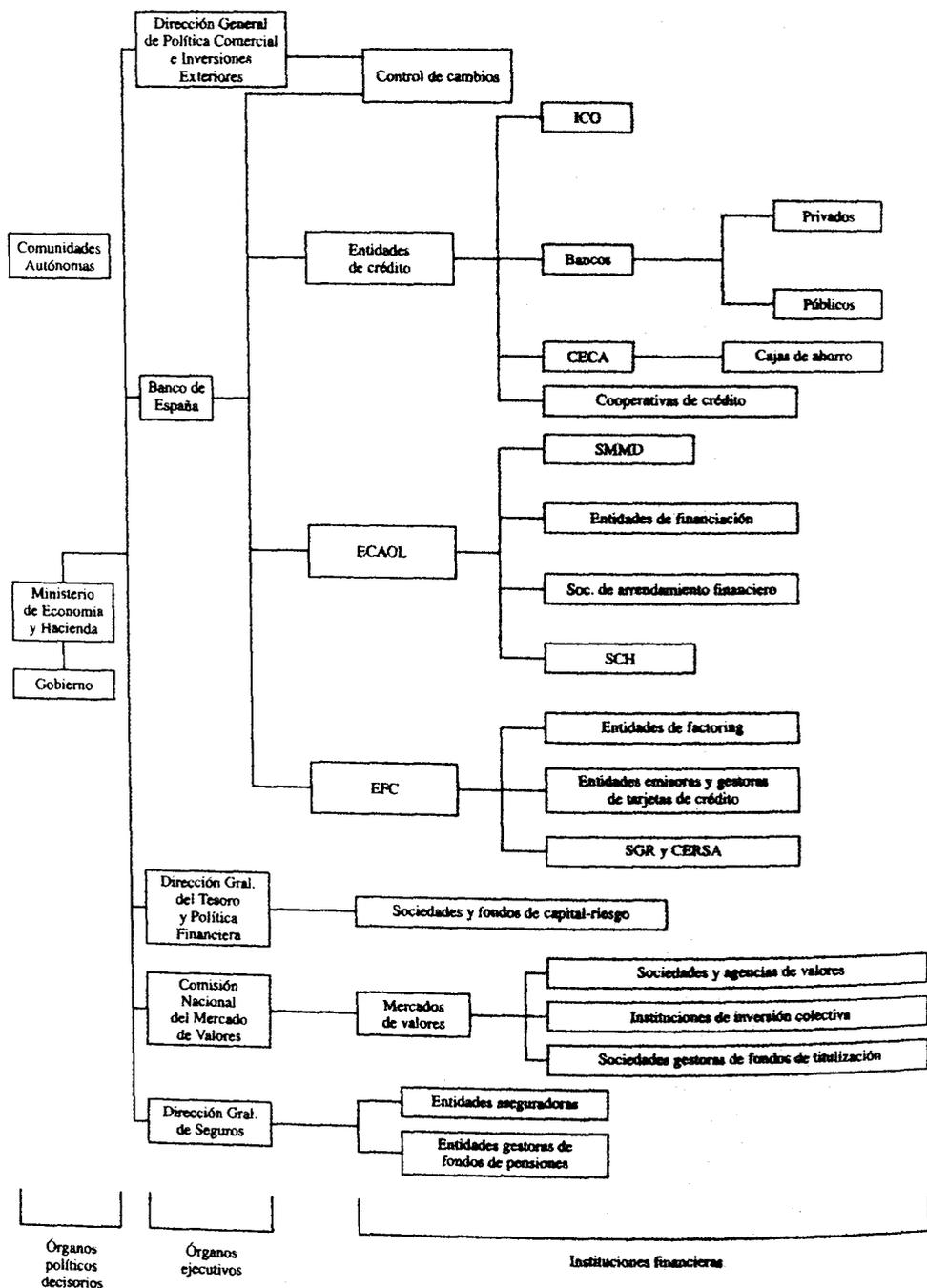


Figura 22.1.—Estructura actual del sistema financiero español.

categoría, en la actualidad: las ya desaparecidas Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero (Dealers del mercado monetario español), las Entidades de Financiación, las Sociedades de Arrendamiento Financiero (Leasing) y las Sociedades de Crédito Hipotecario.

Finalmente, también dependen del Banco de España las entidades que la nueva Ley 3/1994, que adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda Directiva de Coordinación Bancaria de la CE, denomina Establecimientos Financieros de Crédito (EFC), cuya característica fundamental es la prohibición, que establece la Ley citada, de captar fondos reembolsables del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otros análogos. Pertenecen a esta categoría las siguientes entidades: las de factoring, con o sin recurso; las de emisión y gestión de tarjetas de crédito; las de concesión de avales y garantías y suscripción de compromisos similares. También pertenecen a esta categoría las de préstamos y créditos, incluyendo crédito al consumo, crédito hipotecario y financiación de transacciones comerciales y las de arrendamiento financiero. Esto es, la nueva Ley incluye en esta categoría las entidades de financiación, sociedades de crédito hipotecario y entidades de leasing, que en la actualidad se denominan entidades de crédito de ámbito operativo limitado, señalando que deben transformarse en establecimientos financieros de crédito antes del 1 de enero de 1997.

La Dirección General de Tesoro y Política Financiera sólo tiene competencias plenas sobre las Sociedades y Fondos de capital riesgo, habiendo cedido de forma progresiva las que tenía sobre los ahora denominados Establecimientos Financieros de Crédito, al Banco de España. Estas competencias son tanto las de inspección y control, como las de carácter normativo y sancionador.

La Dirección General de Seguros ejerce, por su parte, todas estas competencias respecto a las entidades aseguradoras de todo tipo y sobre las entidades gestoras de los fondos de pensiones.

El último de los órganos ejecutivos del Ministerio de Economía y Hacienda, creado por la Ley 24/1988 que reforma el mercado de valores en España, es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que se encomienda la supervisión e inspección del mercado de valores, sin perjuicio de su colaboración en las labores de ordenación del mismo y en el impulso de la implantación de su reforma. Además, esta Comisión se encarga de velar por la transparencia de este mercado, de la correcta formación de los precios y de la protección a los inversores, para lo cual difunde cuanta información sea necesaria a los participantes en el mismo.

De ella dependen las Sociedades y Agencias de Valores y las Instituciones de Inversión Colectiva, así como las sociedades gestoras de los fondos de titulización hipotecaria.

Como decíamos al comenzar este epígrafe, el sistema financiero español ha estado sometido durante los últimos 20 años a un proceso de reforma profundo y progresivo, que ha permitido un acercamiento de nuestras instituciones financieras a las de otros países más avanzados de nuestro entorno económico. El camino recorrido nos ha permitido una asimilación a los países de la Unión Europea, lo que ha facilitado el proceso de integración.

Los cambios institucionales clave de esta reforma han sido:

- a) Una total revisión de los instrumentos y objetivos generales de la política monetaria.
- b) Una progresiva adecuación de los tipos de interés a los niveles de mercado, y finalmente una liberalización total.
- c) La apertura a los mercados financieros exteriores.
- d) Una reducción de las trabas institucionales a la competencia, facilitando la creación de nuevas entidades, nacionales y extranjeras, eliminando los coeficientes de inversión obligatoria y otros circuitos privilegiados de financiación y propiciando la acomodación del conjunto del sistema a los esquemas propios de una economía de mercado.

### 3. Los flujos de financiación de la economía española

Como hemos visto en el epígrafe 1, las decisiones de gasto y ahorro de las unidades económicas se traducen en la emisión de títulos financieros, que son pasivos de las unidades que los emiten, y activos de las unidades que los adquieren. Estas unidades corresponden al sector privado o al sector público, clasificándose en: *familias*, *empresas privadas*, *empresas públicas* y *Administraciones públicas*. A su vez las *empresas*, tanto públicas como privadas, pueden ser *financieras* o *no financieras* según cuál sea el objeto de su actividad principal. Finalmente, con independencia de la circulación de activos y pasivos financieros entre estas unidades, las relaciones de la economía nacional con el exterior generan también flujos de recursos financieros (colocación de pasivos y adquisición de activos) con el resto del mundo, que se convierte así en financiador o receptor de financiación con respecto a las unidades económicas nacionales.

Sin embargo, desde el punto de vista de la contabilidad financiera, que en nuestro país es elaborada por el Banco de España, se lleva a cabo una clasificación algo diferente, que agrupa el conjunto de las unidades económicas en cinco sectores: Instituciones de Crédito, Empresas de Seguro, Administraciones públicas, Empresas no Financieras y Familias y Resto del mundo.

Las distintas unidades económicas pertenecientes a estos sectores han adquirido, a lo largo de su existencia, una serie de activos financieros como forma de materialización de su ahorro. A su vez, esas mismas unidades y otras pertenecientes al mismo sector, han emitido una serie de pasivos financieros, como vía de captación de recursos para cubrir sus necesidades de financiación. El conjunto de los activos financieros en poder de esas unidades, agrupados por sectores, es el que figura en la tabla 22.1, tomando como ejemplo el año 1992, donde aparecen también los pasivos en circulación emitidos. La diferencia entre activos y pasivos financieros indica, de forma global, si el sector es financiador, cuando es positiva, o financiado, cuando es negativa, por los demás sectores.

En la citada tabla se observa que es el sector de las Administraciones públicas el que tiene mayores necesidades de financiación, que a 31 de diciembre de 1992 se

TABLA 22.1

*Activos y pasivos financieros, 1992 (total sectores, miles de millones de pesetas)*

	Instituciones de crédito	Empresas de seguro	Administraciones públicas	Empresas no financieras y familias	Resto del mundo	Total
Activos financieros	115.067,6	6.879,4	10.245,7	112.803,8	30.149,2	275.145,7
Pasivos financieros	111.173,1	7.916,5	31.703,4	105.085,1	19.267,6	275.145,7

Fuente: Banco de España: *Cuentas financieras de la economía española*. Madrid, 1993.

elevaban a cerca de 21,5 billones de pesetas, a causa del déficit continuo acumulado en los últimos diecisiete años, en tanto que el sector de Empresas de Seguros es también deficitario en algo más de un billón de pesetas.

Los sectores de las Instituciones de Crédito y de las Empresas no Financieras y Familias tienen, respectivamente, un superávit de 3,8 y 7,7 billones de pesetas, que no alcanza a cubrir el déficit de las Administraciones públicas, por lo que la economía española necesita ser financiada por el resto del mundo en cerca de 11 billones de pesetas. En esta misma tabla también se pone de manifiesto el importante papel que en la financiación de la economía tienen las instituciones de crédito, como adquirentes de activos financieros de las unidades deficitarias y emisoras de sus propios pasivos financieros, con el fin de captar los recursos que precisan para adquirir esos activos, llevando así a cabo el proceso de transformación de activos, al que nos referíamos en el epígrafe 1.

Por otra parte, las tablas 22.2 y 22.3 muestran, en una serie temporal, los diversos tipos de pasivos financieros emitidos por los sectores de las Administraciones públicas y de las Empresas no Financieras y Familias.

De la primera de dichas tablas se deduce que, a 31 de diciembre de 1992, el sector de las Administraciones públicas se financiaba en un 28,3 por 100 a través de créditos y en un 61,3 por 100 a través de la emisión de títulos de renta fija, de los cuales un 33,6 por 100 eran a corto plazo y un 27,7 por 100 a largo plazo.

A su vez, el sector de las Empresas no Financieras y Familia (tabla 22.3) se financiaba en un 72,4 por 100 a través de créditos y en un 21,3 por 100 a través de la emisión de títulos-valores, de los cuales un 5 por 100 son de renta fija y un 16,3 por 100 de renta variable.

En conjunto podemos estimar que, aproximadamente, un 62,2 por 100 de la financiación de los sectores público y privado se realiza a través de créditos, lo que pone de nuevo de manifiesto el importantísimo papel desempeñado por las instituciones crediticias en la financiación de la economía española, importancia que se ve reforzada si consideramos que estas mismas instituciones son las principales adquirentes de títulos de renta fija, especialmente de los emitidos por las Administraciones públicas.

TABLA 22.2

*Activos y pasivos financieros de las Administraciones públicas (miles de millones de pesetas)*

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
1. Activos financieros	4.728,5	6.135,7	6.729,4	7.073,8	7.574,0	6.648,2	8.268,3	8.661,2	9.155,5	10.245,7
2. Pasivos financieros	8.892,5	11.759,9	14.491,6	16.891,6	18.689,3	19.268,1	22.183,0	24.630,0	27.575,7	31.703,4
2.1. Valores a corto plazo	1.310,0	3.675,4	5.100,3	6.007,7	7.924,6	8.872,3	11.012,2	11.796,4	10.784,4	10.641,6
2.2. Obligaciones	905,9	1.039,8	1.391,9	3.343,4	3.653,4	4.637,1	4.882,8	5.466,3	7.516,2	8.770,7
2.3. Créditos	5.117,9	5.284,3	6.115,4	5.434,0	5.079,9	3.492,2	3.831,2	4.734,5	6.320,7	8.958,7
2.4. Otros	1.558,7	1.760,4	1.884,0	2.106,5	2.031,4	2.266,5	2.456,8	2.633,1	2.954,4	3.332,4

FUENTE: Banco de España: *Cuentas financieras de la economía española*. Madrid, 1993.

TABLA 22.3

*Activos y pasivos financieros de las Empresas no Financieras y Familias (miles de millones de pesetas)*

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
1. Activos financieros	40.641,3	45.470,7	51.060,1	58.181,2	67.628,0	75.430,1	86.963,4	96.362,8	104.839,4	112.803,8
2. Pasivos financieros	40.457,7	43.840,1	46.902,0	51.374,8	59.324,4	69.979,3	77.750,0	88.216,4	97.132,5	105.085,1
2.1. Valores a corto plazo	251,5	504,3	540,2	937,1	724,1	1.263,0	1.038,1	2.675,5	2.842,5	2.812,8
2.2. Obligaciones	1.516,5	1.819,0	2.033,8	2.302,3	2.208,5	2.172,6	2.047,0	1.994,5	2.288,7	2.462,3
2.3. Valores de renta variable	5.034,1	5.451,6	6.375,4	8.298,6	11.131,1	12.194,2	14.703,0	15.462,4	15.881,8	17.150,7
2.4. Créditos	31.737,6	33.613,2	35.449,2	37.339,4	41.871,4	46.927,8	55.611,6	62.615,8	69.993,6	76.086,6
2.5. Otros	1.918,0	2.452,0	2.503,4	2.497,4	3.389,3	7.421,7	4.350,3	5.468,2	6.125,9	6.572,7

FUENTE: Banco de España: *Cuentas financieras de la economía española*, Madrid, 1993.

#### 4. El Banco de España y sus funciones

El Banco de España es una entidad de Derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada. En el desarrollo de su actividad y para el cumplimiento de sus fines actuará con autonomía respecto a la Administración del Estado (art. 1.1 de la Ley de 1994 de Autonomía del Banco de España).

Desde su fundación en el año 1782, con la denominación de Banco de San Carlos, hasta la actualidad, el Banco de España ha sufrido diversas vicisitudes y ha ampliado progresivamente sus funciones y competencias. Algunos puntos culminantes de esa transformación son: la Ley de 28 de enero de 1856 por la que el Banco de España recibe su actual denominación y adquiere la categoría de banco oficial; el Decreto-Ley de 19 de marzo de 1874, que le concede el privilegio (monopolio) de emisión, acabando con el sistema de pluralidad de bancos emisores vigente hasta entonces; el Decreto-Ley de 7 de junio de 1962 sobre Nacionalización y Reorganización del Banco de España, que le convierte de sociedad anónima (de propiedad privada), en banco nacionalizado (de propiedad pública); la Ley de 21 de junio de 1980 Reguladora de los Órganos Rectores del Banco de España; y, finalmente, la Ley de 1994, antes citada, que adapta la legislación española a lo requerido en el Tratado de la Unión Europea, y que exige que, en el ámbito de la política monetaria, se otorgue al Banco de España la autonomía que el nuevo Tratado contempla para las instituciones monetarias llamadas a integrarse en el Sistema Europeo de Bancos Centrales. Dicha autonomía exige, a su vez, que el Tesoro Público no pueda incurrir en descubiertos en su cuenta en el Banco de España, ni siquiera de carácter transitorio y que el Banco de España no pueda adquirir directamente del Tesoro valores emitidos por éste, sin perjuicio de que pueda efectuar operaciones en el mercado de la Deuda Pública.

La Ley de Autonomía del Banco de España desarrolla, a su vez, las funciones a desempeñar por el mismo, que de forma sintética se exponen en la tabla 22.4, clasificándolas en funciones principales, recogidas explícitamente en la Ley y funciones derivadas que son, en general, medios para el desarrollo de las funciones principales y para el cumplimiento de otras misiones encomendadas al Banco en la normativa vigente.

Corresponde, en primer lugar, al Banco de España, definir y ejecutar la política monetaria con la finalidad primordial de lograr la estabilidad de precios. Para definir la política monetaria el Banco podrá establecer objetivos intermedios de crecimiento de las magnitudes monetarias o de tipos de interés o utilizar otros procedimientos. Para ejecutarla, instrumentará la política monetaria que considere más adecuada.

En la instrumentación de la política monetaria, el Banco de España puede imponer a las entidades de crédito la inmovilización de fondos, mediante el establecimiento de un coeficiente de caja cuyo nivel máximo se sitúa en el 5 por 100. Además, para completar dicha instrumentación, el Banco podrá realizar las operaciones financieras que estime convenientes y, en particular:

TABLA 22.4

*Funciones del Banco de España*

Funciones principales	Funciones derivadas
1. Definición y ejecución de la política monetaria.	Operaciones en los mercados financieros. Banco de bancos: — Custodia de reservas líquidas. — Realización de operaciones de crédito.
2. Instrumentación de la política de tipos de cambio.	Poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos. Adquirir y vender al contado o a plazo, activos en moneda extranjera y metales preciosos. Efectuar transacciones bancarias con entidades nacionales o extranjeras, incluidas la concesión y obtención de préstamos. Control de cambios: autorizaciones administrativas, control de la información, inspección y sanciones.
3. Servicios de tesorería y agente financiero de la deuda pública.	Servicio de Tesorería del Estado. Servicio Financiero de Deuda Pública. Central de Anotaciones en Cuenta.
4. Emisión de billetes y puesta en circulación de moneda metálica.	Emisión de billetes y su puesta en circulación. Puesta en circulación de moneda metálica y fijación del límite máximo de emisión anual. Retirada y canje.
5. Promover el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero español y del sistema de pagos.	Regulación del mercado interbancario. Regulación del mercado de divisas. Servicio telefónico del mercado de dinero. Liquidación de cámaras de compensación. Servicio de compensación electrónica.
6. Supervisión y control de las entidades financieras y los mercados financieros.	Autorizaciones administrativas y registros oficiales. Inspecciones: — Ordinarias. — Extraordinarias. Expendientes sancionadores. Crisis.
7. Asesoramiento al Gobierno.	Elaborar y publicar estadísticas. Realizar informes y estudios.
8. Otras	Central de Información de Riesgos. Central de Balances. Servicios de Reclamaciones.

- Operaciones en los mercados financieros comprando y vendiendo al contado, a plazo o con pacto de recompra todo tipo de instrumentos financieros, denominados en cualquier moneda, así como metales preciosos.
- Operaciones de crédito con las entidades sometidas a su supervisión.

Fijado por el Gobierno el régimen de tipo de cambio y la paridad de la peseta con otras monedas, previa consulta al Banco de España y de acuerdo con los compromisos internacionales contraídos, corresponde, en segundo lugar, a dicho Banco, la instrumentación de la Política de tipos de cambio. Para ello podrá realizar las operaciones que considere convenientes y, en particular:

- Poseer, gestionar, adquirir y vender al contado o a plazo todo tipo de activos en moneda extranjera, así como metales preciosos.
- Efectuar cualquier tipo de transacciones bancarias con entidades nacionales o extranjeras o con organizaciones internacionales, incluidas las de concesión y obtención de préstamos.

Como complemento de lo anterior, el Banco de España custodia las reservas de divisas y metales preciosos del país y realiza, junto con la Dirección General de Política Comercial e Inversiones Exteriores, funciones de control de cambios, en un marco de plena libertad de movimientos de capital con el exterior. Concretamente son competencias del Banco de España:

1. Conceder a bancos, cajas de ahorro y otras entidades financieras autorización para actuar en el mercado de divisas, en los casos en que dicha autorización se requiera de conformidad con la legislación vigente, así como registrar los establecimientos abiertos al público para cambio de divisas.
2. Dictar las instrucciones relativas al contenido, procedimiento y frecuencia con que las «entidades registradas» deberán suministrar información sobre los cobros, pagos o transferencias exteriores en que intervengan.
3. Ejercer el control e inspección de las operaciones efectuadas a través de las «entidades registradas».
4. Ejercer las actuaciones de inspección e investigación que resulten necesarias para prevenir, y, en su caso, corregir las actividades contrarias a la legislación vigente.

En tercer lugar, el Banco de España presta al Tesoro y a las Comunidades Autónomas que así lo soliciten los servicios de tesorería y financiero de la Deuda Pública.

En virtud del primero, lleva y mantiene, por cuenta de estos Entes Públicos, las cuentas en pesetas o en divisas que sean necesarias, realizando ingresos y pagos y, en general, cualquier otra actividad bancaria, tanto en el interior como en el exterior. En sus relaciones con el Estado, restantes Administraciones y Organismos Públicos, el Banco de España no podrá conceder ningún tipo de adelanto, permitir descubiertos, ni ningún otro tipo de facilidad crediticia.

Respecto al servicio financiero de la Deuda, el Banco de España realiza, con sus

medios técnicos, la emisión, amortización y, en general, gestión de la Deuda Pública. Con esta finalidad existe en el Banco una Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda, a través de la cual se emite, amortiza y transfiere Deuda, materializada exclusivamente en anotaciones contables. Existe la prohibición de que el Banco de España adquiera directamente del emisor ninguna forma de Deuda Pública.

En cuarto lugar, corresponde al Banco de España la facultad exclusiva de emisión de billetes en pesetas, así como determinar la cuantía de billetes en circulación. También le corresponde establecer los que deben ser retirados de la circulación y el canje de una determinada serie o clase. Respecto a la moneda metálica su emisión corresponde al Tesoro Público, pero es el Banco de España al que corresponde determinar, con carácter anual, el límite máximo de su emisión, atendiendo a las necesidades del público.

En quinto lugar, con el fin de promover el buen funcionamiento del sistema de pagos, el Banco de España puede regular los mercados interbancarios y de divisas y gestionar los sistemas de liquidación y compensación correspondientes.

Para cumplir estas funciones el Banco de España dispone del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero que gestiona la ejecución, compensación y liquidación de las operaciones negociadas en los mercados monetarios y de deuda pública anotada en cualesquiera otros mercados que le fueran encomendados, así como la ejecución de órdenes telefónicas de transferencias. También se canalizan, a su través, las intervenciones del propio Banco de España en los anteriores mercados.

Asimismo existe en nuestro banco emisor un Sistema Nacional de Compensación Electrónica, a través del cual las entidades de crédito y ahorro llevan a cabo, mediante sistemas y procedimientos de naturaleza electrónica, la compensación de medios de pago, tales como letras de cambio, pagarés, cheques, transferencias, recibos, pagos mediante tarjeta, etc.

En sexto lugar, y a diferencia de lo que ocurre en la mayoría de los países occidentales, en los que la vigilancia y disciplina de las entidades de crédito y ahorro está encomendada a organismos independientes del Banco Central, en el nuestro es al Banco de España al que corresponden las funciones de supervisión y control de dichas entidades. Estas funciones tienen las siguientes vertientes principales:

- 1.<sup>a</sup> Conceder las autorizaciones administrativas para la realización de determinados actos (cambios de denominación, de categoría, etc.).
- 2.<sup>a</sup> Disponer inspecciones periódicas a fin de comprobar el cumplimiento de las normas obligatorias y de las normas generales sobre la política de crédito.
- 3.<sup>a</sup> Llamar la atención de los órganos rectores de las entidades, cuando estime que la política de dividendos que practique la entidad, aun sin incumplir las normas obligatorias sobre la materia, no se acomoda a los resultados efectivos de la explotación y a la situación y perspectivas de sus negocios.
- 4.<sup>a</sup> Disponer inspecciones extraordinarias sobre cualquier aspecto de sus actividades, cuando así lo estime conveniente.
- 5.<sup>a</sup> Formular indicaciones sobre la política de créditos que practique.

- 6.<sup>a</sup> Instruir los expedientes correspondientes a las anteriores actuaciones, así como imponer directamente o proponer al Ministerio de Economía y Hacienda, según su gravedad, las sanciones a las entidades de crédito que comentan infracciones.

Además, si una entidad de crédito estuviera en situación de excepcional gravedad, que haga peligrar su estabilidad, liquidez o solvencia, el Banco de España puede intervenirla y sustituir, provisionalmente, a sus administradores, dando cuenta razonada al Ministerio de Economía y Hacienda, con previa audiencia de la entidad afectada.

Finalmente, el Banco de España presta los siguientes servicios:

- a) Central de Información de Riesgos, creada en 1962, con objeto de elaborar, con los datos recibidos de las entidades bancarias, la estadística general del desarrollo crediticio de España y notificar a las entidades crediticias aquellos casos de prestatarios que pudieran representar un riesgo excepcional.
- b) Central de Balances, creada en 1983, con el fin de conocer mediante la realización de encuestas, a través de los balances suministrados voluntariamente por empresas no financieras, la situación de las mismas, tanto global como sectorialmente, principalmente en la vertiente de su financiación.
- c) Servicio de Reclamaciones creado en 1987, bajo la dependencia de la Asesoría Jurídica del Banco de España, con el fin de recibir y tramitar las reclamaciones de los clientes respecto a la actuación de las entidades de crédito.

## 5. Los intermediarios financieros en España

Aunque todos ellos aparecían incluidos en la figura 22.1, representativa del esquema actual del SFE, vamos a estudiarlos a continuación clasificados de forma provisionalmente diferente en los siguientes grupos, establecidos de acuerdo a la Ley 3/1994, por la que se adapta la normativa española en este ámbito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria de la CE, como ya dijimos:

- a) Las entidades de crédito, que incluyen a la banca, tanto pública como privada, las cajas de ahorro (y la CECA), las cooperativas de crédito y el ICO.
- b) Los establecimientos financieros de crédito: SCH, entidades de financiación (incluidas las de factoring) y entidades de leasing (que junto a las SMMD seguirán teniendo hasta finales de 1996 consideración de entidades de crédito, de ámbito operativo limitado), más las SGR y las sociedades de reafianzamiento.
- c) Otros intermediarios financieros: SMMD, sociedades y fondos de capital-riesgo, sociedades y agencias de valores, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras, gestoras de fondos de pensiones y gestoras de titulación hipotecaria.

## 5.1. Las entidades de crédito

Son entidades que están autorizadas, de acuerdo con la propia Ley 3/1994, a efectuar las siguientes operaciones: captación de depósitos u otros fondos reembolsables; préstamos y créditos; factoring; arrendamiento financiero; operaciones de pago; emisión y gestión de medios de pago (tarjetas de crédito, cheques de viaje, etc.); concesión de avales, garantías y compromisos similares; intermediación en los mercados interbancarios; operaciones por cuenta propia o de su clientela que tengan por objeto valores negociables, instrumentos de los mercados monetarios o de cambios, instrumentos financieros a plazo, opciones y futuros financieros, y permutas financieras; participación en las emisiones de valores y en su colocación y aseguramiento de la suscripción de emisiones; asesoramiento y prestación de diversos servicios a empresas (estrategia empresarial, adquisiciones, fusiones, etc.); gestión de patrimonios y asesoramiento a sus titulares; actuación como depositarios de títulos valores o como administradores de valores representados en anotaciones en cuenta; realización de informes comerciales y alquiler de cajas fuertes.

Estas operaciones, de acuerdo con su finalidad, pueden agruparse en tres grandes categorías: pasivas o de captación de recursos de la clientela; activas o de inversión de esos recursos captados y servicios a su clientela.

Las operaciones pasivas permiten a estas entidades captar recursos de dos clases: propios y ajenos; los primeros están constituidos por las aportaciones directas de sus accionistas y por sus beneficios no distribuidos, es decir, por su capital y sus reservas, y aunque su importancia cuantitativa es relativamente menor, condicionan una parte importante de la vida de estas empresas, dado que su creación, su apertura de nuevas sucursales, reparto de beneficios, etc. dependen del volumen que aquéllos alcancen. Y los segundos son los captados de su clientela bajo muy diversas fórmulas (cuentas corrientes, de ahorro y a plazo, en pesetas o en divisas; emisiones de diversos activos, como bonos, pagarés, títulos hipotecarios, etc.; operaciones interbancarias...).

Las operaciones activas, por su parte, permiten invertir estos recursos captados mediante préstamos y créditos muy diversos (para el consumo o para la producción; a distintos plazos; en diferentes sectores económicos; con garantías personal o real; a tipo de interés constante o variable...) y mediante otras operaciones de naturaleza muy distinta, como inversiones en valores, inmuebles, etc.

Por último, por lo que se refiere a las operaciones de servicio, son actividades por cuenta de terceros muy numerosas, heterogéneas y diversas, como hemos visto en la relación previa, cuyo gran desarrollo reciente en España se ha visto facilitado por el uso intensivo de los medios informáticos y que no pueden encuadrarse con claridad ni como activas ni como pasivas.

Por otra parte, de acuerdo nuevamente con la Ley 3/1994, corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España, autorizar la creación de las entidades de crédito en nuestro país, así como el establecimiento de sucursales de entidades de crédito no autorizadas en un Estado miembro de la UE.

Esta autorización será denegada sólo cuando la entidad carezca del capital míni-

mo requerido, de una buena organización administrativa y contable, o de procedimientos de control interno adecuados que garanticen su gestión sana y prudente; cuando sus administradores y directivos no tengan la honorabilidad comercial y profesional requerida; cuando no se considera adecuada la idoneidad de los accionistas que vayan a tener en ella una participación significativa; o cuando incumpla los demás requisitos que reglamentariamente se establezcan para su obtención.

La misma normativa determina un régimen común de apertura de sucursales y de libre prestación de servicios para las entidades de crédito, según el cual:

- a) Cuando una entidad de crédito española pretenda abrir una sucursal en otro Estado miembro de la UE deberá solicitarlo previamente al Banco de España, quien lo aprobará salvo que el programa de actividades previsto recoja algunas no autorizadas a la entidad, o tenga razones para dudar de lo adecuado de sus estructuras administrativas o de su situación financiera.
- b) Si lo que desea es ejercer por primera vez, en régimen de libre prestación de servicios, algún tipo de actividad en otro Estado miembro deberá comunicarlo previamente al Banco de España, quien lo trasladará a la autoridad supervisora de dicho Estado.
- c) La apertura en España de sucursales de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro no requerirá autorización previa, ni dotación específica de recursos, pero sí comunicación al Banco de España, igual que la iniciación en nuestro país de su actividad en régimen de libre prestación de servicios.
- d) El establecimiento de sucursales en Estados que no sean miembros de la UE requerirá autorización del Banco de España y la prestación de servicios sin sucursal en ellos habrá que comunicársela.
- e) También quedará sujeta a previa autorización del Banco de España la creación por una entidad de crédito (o un grupo de ellas) española de una entidad de crédito extranjera, o la adquisición de una participación en una ya existente, cuando dicha entidad extranjera vaya a ser constituida o esté domiciliada en un Estado no miembro de la UE.
- f) Por último, la apertura de nuevas oficinas en España por las entidades de crédito es libre, sin perjuicio de que en ciertos casos (recursos propios insuficientes, primeros años de actividad...) se exija autorización previa del Banco de España para ello.

Ahora bien, pese a este régimen común actualmente vigente para el conjunto de las entidades de crédito, continúan existiendo diferencias institucionales, operativas, etcétera, entre sus distintos grupos, a las que vamos a referirnos a continuación.

En primer lugar, *los bancos privados* son necesariamente sociedades anónimas de capital mayoritariamente privado, nacional o extranjero, que realizan habitualmente y con ánimo de lucro las operaciones típicamente bancarias (sobre todo, la captación de depósitos y la concesión de préstamos y créditos, tradicionalmente).

Están agrupados en la Asociación Española de Banca Privada la patronal banca-

ria, que es una asociación profesional para la defensa de sus intereses (miembro de la Federación Bancaria de la UE) y pertenecen también al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) de la banca, organismo creado para garantizar a la clientela la percepción, en caso de crisis de un banco (suspensión de pagos, quiebra e incluso peligro de insolvencia), de una determinada cuantía máxima de sus depósitos por depositante, así como para resolver las situaciones patrimoniales conflictivas de los bancos en crisis.

En segundo lugar, las cajas de ahorros son actualmente instituciones «atípicas», de patronato público o privado, independientes de cualquier otra empresa, sin ánimo de lucro, que conservan un cierto carácter social, pero en las que predomina su naturaleza fundamentalmente financiera, que les lleva a efectuar todas las actividades de una entidad de crédito, antes expuestas, para realizar con los beneficios obtenidos obras benéfico-sociales, una vez realizados los saneamientos necesarios en su activo y dotadas las reservas obligatorias para garantizar su solvencia.

Dada esta naturaleza especial, que hace que carezcan de capital (sustituido por un fondo de dotación fundacional) y de títulos de propiedad transmisibles, están gobernadas por una Asamblea General y un Consejo de Administración, con funciones semejantes a las de los órganos equivalentes de las sociedades anónimas e integrados por representantes de los impositores, Corporaciones municipales donde tengan oficinas, fundadores y empleados (citados por orden de importancia de su participación en ellas), más una Comisión de Control.

La CECA (Confederación Española de Cajas de Ahorros) las agrupa a todas, las representa ante las autoridades y a escala internacional, facilita sus actividades en el exterior, las coordina, las ofrece información, asesoramiento técnico y apoyo financiero etc. También pertenecen a un FGD, similar al de la banca.

Las *cooperativas de crédito*, en tercer lugar, son sociedades cooperativas cuyo objeto social es servir a las necesidades financieras de sus socios y de terceros, mediante el ejercicio de las actividades propias de las entidades de crédito, siendo el número de sus socios ilimitado, y alcanzando la responsabilidad de los mismos por las deudas sociales sólo el valor de sus aportaciones. En el caso de que la prestación de los servicios financieros sea básicamente en un medio rural se emplea la expresión Caja Rural para denominarlas.

Así pues, las cooperativas de crédito pueden realizar las mismas operaciones activas, pasivas y de servicios que se permiten al resto de las entidades de crédito, con el límite de que deben atender preferentemente las necesidades financieras de sus socios, y de que el conjunto de las operaciones activas que se llevan a cabo con terceros no podrá alcanzar el 50 por 100 de los recursos totales de la entidad. Pueden ser además de dos tipos:

- a) Cajas Rurales o Cooperativas de Crédito Agrícola: tienen carácter rural, pudiendo ser locales, comarcales o provinciales. Están promovidas por cooperativas del campo y sociedades agrarias y su objeto es financiar a la agricultura, ganadería, sector forestal y actividades que mejoren las condiciones de vida en el ámbito rural. Son el grupo más importante (un 75 por 100 aproximadamente del total).

- b) Las Cooperativas de Crédito no agrarias, de carácter industrial y urbano, que tienen su origen en asociaciones y cooperativas gremiales y profesionales.

Gobernadas como cualquier cooperativa por una Asamblea General de socios y por un Consejo Rector, están sometidas al régimen común de control y disciplina de las entidades de crédito, tienen también su propio FGD y, como las cajas de ahorros, están sometidas igualmente a la normativa de las Comunidades Autónomas en cuyo ámbito geográfico están situadas.

En cuanto a la *banca pública*, por último, a partir de su reforma de 1991, que la liberaliza y la hace más competitiva, está estructurada en torno a la Corporación Bancaria de España (Argentaria), entidad de crédito con estatuto de banco que actúa como cabecera del grupo de los bancos públicos (Banco de Crédito Local, Banco Hipotecario, Banco Exterior y Caja Postal, esta última antigua caja de ahorros convertida en sociedad anónima) y cuyo capital se ha privatizado en parte. El Grupo Argentaria adopta, pues, un modelo de banca federada, caracterizado por la coordinación global desde la Corporación Bancaria, de diferentes unidades especializadas en la producción o distribución de servicios bancarios y financieros. En el ámbito bancario, en concreto, este Grupo actúa en varios segmentos:

- a) *Banca Comercial*: agrupa las actividades de banca al por menor, desarrolladas fundamentalmente por el Banco Exterior y la Caja Postal, gracias a su densa red de oficinas; banca corporativa, realizada por el Banco Exterior y la Caja Postal, basada en el tratamiento a medida de las necesidades del cliente, y banca institucional, en la que, además de las dos entidades anteriores, participa el Banco de Crédito Local. En conjunto, representa casi el 60 por 100 de la inversión crediticia del Grupo.
- b) *Banca Hipotecaria*: realizada fundamentalmente por el Banco Hipotecario y por la Caja Postal (negocio que supone aproximadamente el 30 por 100 de la inversión crediticia del Grupo, y alrededor del 20 por 100 del total de la actividad hipotecaria en nuestro país).
- c) *Banca internacional*: de inversiones y de crédito a la exportación, desarrollada básicamente por el Banco Exterior (10 por 100 de la inversión crediticia del Grupo).

Queda fuera de este grupo *el ICO*, actualmente configurado como sociedad estatal y entidad de crédito que opera como agencia financiera del Gobierno, encargada de cubrir aquellos ámbitos de financiación a largo plazo que se consideran necesarios para el desarrollo de determinados sectores y/o regiones que no sean satisfactoriamente cubiertos por el resto del sistema financiero.

De todos estos grupos de entidades de crédito, el más importante sin duda es el de la banca privada, seguido por las cajas de ahorro y la banca pública, correspondiendo a las cooperativas de crédito una relevancia cuantitativa marginal. Aunque podrían exponerse muchas cifras para justificarlo, baste señalar que, a finales de 1993, frente a un balance total de la banca privada (aproximadamente 164 bancos con 17.636 sucursales en España) de casi 67 billones de pesetas, el de las cajas de

ahorro (52 entidades y 14.485 oficinas) llegaba a poco más de la mitad y las entidades oficiales de crédito, el ICO y las cooperativas (éstas 100 entidades y 3.119 sucursales) presentaban cifras de en torno a 4 billones las dos primeras y a 3 billones pesetas las últimas.

## 5.2. Los establecimientos financieros de crédito

De acuerdo con la Ley 3/1994, se consideran como tales las entidades que no sean entidad de crédito y cuya actividad principal consista en ejercer, una o varias de las siguientes actividades: préstamos y créditos; factoring; leasing; emisión y gestión de tarjetas de crédito y concesión de avales y garantías y suscripción de compromisos similares.

Estos establecimientos como ya dijimos no pueden captar fondos reembolsables del público, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otros análogos, cualquiera que sea su destino, pero sí podrán titulizar sus activos.

Corresponde al ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España, autorizar su creación y al Banco de España su control e inspección.

Como ya dijimos, se consideran concretamente como tales a las SCH, las entidades de financiación, las de factoring, las de leasing, las SGR y las de reafianzamiento. Las primeras, *sociedades de crédito hipotecario*, son intermediarios financieros especializados en este ámbito, cuyo objeto único es la realización de las siguientes operaciones:

- La concesión de créditos y avales hipotecarios.
- La emisión de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- La captación de depósitos a largo plazo (no >12 meses) y de ahorro vinculado.
- Las operaciones accesorias o complementarias de las anteriores, siempre que sean estrictamente necesarias para conseguir su objeto social.

Las segundas, las *sociedades de financiación*, cumplen una importante y especializada función: financiar a los fabricantes, constructores, distribuidores y consumidores, a las ventas en los primeros casos y a las compras a plazo en los últimos. En efecto, dentro de su objeto social, en España se incluye la concesión de préstamos y créditos a comprador o vendedor para realizar sus compraventas a plazo de todo tipo de bienes, y para ejecuciones de obras, servicios y suministros; el descuento y negociación de efectos de comercio surgidos de esas operaciones; la gestión de cobro de créditos; la prestación de avales y garantías en las anteriores operaciones, y, por último, prestar todos los servicios y llevar a cabo todas las actuaciones directamente derivadas de ellas. En cuanto a su actividad específica en nuestro país se diferencian dos tipos de operaciones: la financiación de stocks y las líneas clásicas de financiación de automóviles, bienes de equipo, negociación de efectos, bienes de consumo duraderos y otros.

Como un grupo especial de ellas podríamos considerar a las *entidades de factoring* o «factores», cuyos servicios tienen como fin liberar a las empresas productoras y a las suministradoras de los problemas que plantean el cobro de las facturas, los riesgos de insolvencia y los problemas administrativos derivados de la necesidad de investigar la solvencia de la clientela y de llevar una contabilidad especializada.

Para conseguirlo, los factores se hacen cargo en exclusiva de todas estas actividades y a veces financian, anticipando el cobro de dichas facturas, pudiendo resumirse, pues, los servicios que prestan a sus empresas clientes en tres categorías: cobertura de riesgos, gestión de deudores y financiación. La gestión de deudores corresponde a su actividad de empresa de servicios no financieros, es decir, control de facturas, cobro de dichas facturas y contabilidad, y gestión de esas deudas. Los servicios financieros propiamente dichos se vinculan a la cobertura de riesgo y la financiación.

En cuanto a las *entidades de leasing*, o de arrendamiento financiero, tienen como actividad principal la realización de estas operaciones, en virtud de las cuales la Sociedad de Leasing (arrendador), siguiendo las indicaciones y deseos de sus clientes (arrendatarios) se compromete a poner a su disposición la maquinaria específica que éste ha elegido previamente, contra el pago de unas tasas de arrendamiento mutuamente convenidas, que en total superan su precio de compra, y fraccionadas a lo largo de un período de tiempo que, de forma general, resulta coincidente con la vida económica y fiscal del bien, y durante el cual el contrato es irrevocable, siendo todos los riesgos y gastos de cuenta del arrendatario, quien, al finalizar dicho período, puede concertar un nuevo contrato de arrendamiento, comprar el material por un valor residual preestablecido, o devolverlo al arrendador.

Ahora bien, la Ley 3/1994 las faculta para, con carácter complementario, realizar también las siguientes actividades: mantenimiento y conservación de los bienes cedidos; concesión de financiación conectada a una operación de arrendamiento financiero; intermediación y gestión de operaciones de arrendamiento financiero; actividades de arrendamiento no financiero, que podrán complementar o no con una opción de compra; asesoramiento e informes comerciales.

De todos los establecimientos financieros de crédito, son las entidades de financiación y factoring (aproximadamente un centenar de empresas, con un balance total de 1.367 billones de pesetas a finales de 1995) el grupo cuantitativamente más relevante, seguidas por las de leasing (60 empresas y un balance conjunto de 1.184 billones de pesetas) y, finalmente, por las SCH (una treintena, con un balance total de casi 700.000 millones de pesetas).

En cuanto a las *sociedades de garantía recíproca* (SGR), son entidades financieras de carácter mercantil y mutualista, integradas por socios que en sus cuatro quintas partes como mínimo serán Pymes, de capital variable y cuyo objeto social es el otorgamiento de garantías personales, por aval o por cualquier otro medio admitido en Derecho, a favor de sus socios para las operaciones que éstos realicen dentro del tráfico de las empresas de que sean titulares. No podrán, sin embargo, concederles créditos, pero sí prestarles también servicios de asistencia y asesoramiento financiero. Actualmente son 27 entidades, con 100 oficinas, mayoritariamente de ámbito autonómico, con casi 47.000 socios y en torno a 527.000 millones de avales concedidos.

Y con el fin de dar garantías suficientes a los riesgos contraídos por estas SGR y facilitar la reducción del coste del aval para sus socios existen, por último, en este grupo de EFC las *sociedades de reafianzamiento*, sociedades anónimas participadas por la Administración pública, encargadas de reavaluar las operaciones de garantía de las SGR (CERSA).

### 5.3. Otros intermediarios financieros

Los más importantes de ellos, sin duda, son las *compañías aseguradoras*, que pueden revestir la forma de sociedades anónimas, mutuas, cooperativas o delegaciones en España de las aseguradoras extranjeras (más el Consorcio de Compensación de Seguros, entidad de derecho público con personalidad jurídica propia, adscrita a la Dirección General de Seguros, que tiene por objeto cubrir los riesgos extraordinarios sobre las personas y los bienes y otros riesgos especiales).

Su objeto social único ha de ser realizar operaciones de seguros, para lo cual actúan también como intermediarios financieros, puesto que captan recursos financieros al emitir sus pólizas y cobrar las primas, o precios de los seguros, a sus clientes (familias o empresas) y los canalizan a los sectores productivos de la economía al invertirlos en activos muy diversos, ya que «el producto» que comercializan, la seguridad, la garantizan a todos sus clientes, aunque la entrega sólo se efectúa a una parte de ellos (los que sufren siniestros).

Actualmente son 420 empresas, la mayoría sociedades anónimas, con un volumen de primas de más de un billón y medio de pesetas en el ramo no vida y de un billón en el de vida.

Las entidades *gestoras de fondos de pensiones* tienen como fin administrar estos fondos, que constituyen patrimonios sin personalidad jurídica, afectos a un plan de pensiones, cuya misión es recoger una serie de aportaciones de los empleados de las propias empresas, con el fin de garantizar la entrega de prestaciones económicas para facilitar el bienestar futuro de la población retirada. Como hasta ese momento los recursos captados vía aquellas aportaciones se invierten, resulta indudable la labor de intermediación financiera implícita en ese proceso.

Un nuevo grupo de intermediarios financieros son las *sociedades y fondos de capital-riesgo*. Las primeras son sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo es la promoción o fomento, mediante la toma de participaciones temporales en su capital, de empresas no financieras, de dimensión pequeña o mediana, que desarrollan actividades relacionadas con la innovación, tecnológica o de otra naturaleza. Por su parte, los fondos de capital-riesgo son patrimonios administrados por una sociedad gestora, que tienen el mismo objeto exclusivo. A finales de 1995, sus recursos totales ascendían a 185 miles de millones de pesetas, para casi medio centenar de entidades.

Las *SMMD*, por otro lado, son sociedades anónimas que tienen como objeto único intermediar por cuenta propia sólo en los mercados monetarios, de los que luego hablaremos, comprando y vendiendo los activos que en ellos se negocian. Aunque llegaron a existir 13 en España, actualmente no queda ninguna, habiéndose convertido en bancos o sociedades de valores, con mayores posibilidades operativas.

Por último, y dado que a las entidades *gestoras de los fondos de titulización hipotecaria* nos referiremos posteriormente, al estudiar el mercado de títulos hipotecarios, para que se comprenda mejor su actividad, no nos queda sino ocuparnos brevemente de los intermediarios financieros especializados en operar en los mercados de valores.

En primer lugar, las *Sociedades y Agencias de Valores*, que son sociedades anónimas cuyo objeto social se limita a diversas operaciones en los mercados de valores, en los que las primeras actúan tanto por cuenta propia como por cuenta ajena y las segundas sólo pueden hacerlo por cuenta ajena: recibir y transmitir órdenes de compra y venta; colocar emisiones; negociar valores no admitidos a cotización; gestionar carteras de valores de clientes; actuar como depositarias de títulos... Su capital mínimo es también por tanto diferente (750 y 150 millones de pesetas, respectivamente). Existen actualmente 115 entidades de este tipo, de las que medio centenar aproximadamente son sociedades (con un balance total de 795 billones de pesetas) y el resto agencias (35 billones).

Y en segundo lugar, las *Entidades de Inversión Mobiliaria Colectiva*, cuya función genérica es captar recursos mediante la emisión de activos financieros indirectos (acciones o títulos de participación) e invertirlos en la adquisición de activos financieros directos (títulos contratados en las bolsas y mercados organizados y títulos de Deuda Pública).

Hay, en efecto, según los activos que emitan, dos tipos: las sociedades anónimas por acciones, que pueden tener capital fijo o variable, y los Fondos de Inversión, que son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación, administrados por una Sociedad Gestora, con el concurso de un Depositario, constituidos con el mismo exclusivo objeto de la adquisición, tenencia, disfrute, administración y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los rendimientos, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades. Cuando operan en los mercados monetarios, de activos muy líquidos, se llaman Fondos de Dinero; y Fondos Tesoros cuando sus recursos se invierten íntegramente en deuda del Estado.

A finales de 1995 existen en España 608 fondos (de ellos 154 de dinero) y 268 sociedades, con un balance total de 12.526 miles de millones de pesetas, del que más del 95 por 100 corresponde a los primeros.

## 6. Los mercados financieros

Se definen estos mercados como los lugares o sistemas en donde se compra y venden los activos financieros y se fijan sus precios, es decir, donde se materializa el flujo de recursos financieros entre los agentes económicos prestamistas y prestatarios. Susceptibles de clasificación a través de múltiples criterios, nosotros emplearemos el que distingue entre mercados monetarios, en los que se negocian activos muy líquidos, y mercados de capitales, que se dividen a su vez en mercados de crédito a medio y largo plazo y mercados de valores. En ambos casos distinguiremos además

entre mercados primarios, o de emisión de nuevos activos, y secundarios o de negociación de activos ya emitidos previamente.

### 6.1. Los mercados monetarios en España

Se puede definir al mercado monetario español, en general, como un conjunto de mercados al por mayor, independientes pero relacionados, en los que destacan como características fundamentales las siguientes:

- a) Son al por mayor en el sentido de que, casi sin excepción, los participantes en ellos son grandes instituciones financieras o empresas industriales, que negocian grandes cantidades de recursos financieros a partir de las decisiones de profesionales muy especializados.
- b) En ellos se negocian activos con muy escaso riesgo, derivado tanto de la solvencia de sus entidades emisoras (el Tesoro y grandes instituciones financieras o industriales) como, a veces, de las garantías que aportan (avales, hipotecas, etc.).
- c) Son activos muy líquidos los que se negocian en ellos, cualidad que se deriva tanto de su corto plazo de vencimiento, que no rebasa generalmente los 18 meses, como de sus grandes posibilidades de negociación en mercados secundarios y de que se realizan con frecuencia con ellos operaciones «repo», con pacto de retrocesión a muy corto plazo.
- d) En ellos, la negociación suele hacerse no directamente entre los participantes, sino a través de intermediarios especializados.
- e) Por último, han mostrado en nuestro país una gran flexibilidad y capacidad de innovación financiera que se ha traducido en la aparición en su ámbito de nuevos intermediarios y activos financieros y de nuevas técnicas de emisión (el descuento, tipos de interés variables...).

En la tabla 22.5 hemos recogido la evolución durante los últimos años de las operaciones vivas en los principales de estos mercados en España, a los que ahora vamos a referirnos con mayor detalle, información que nos permite establecer su grado de importancia relativa, así como constatar el gran desarrollo producido en la mayoría de ellos.

Las razones fundamentales de este desarrollo podemos agruparlas en tres categorías. En primer lugar, el hecho de que tanto las autoridades como otros agentes económicos han tratado de apoyarlo a la vista de sus consecuencias favorables para el funcionamiento de la economía. Más en concreto para: a) el logro de los objetivos de la política monetaria; b) la formación de una estructura adecuada de los tipos de interés; c) la eficiencia de las decisiones financieras de los agentes económicos; d) la financiación ortodoxa del déficit público.

En segundo lugar, diversos fenómenos de naturaleza económica o institucional que ha ayudado también a su desenvolvimiento, con independencia de que sus efec-

tos netos sobre la actividad económica hayan sido o no perniciosos: altas tasas de inflación, crecimiento acelerado del gasto y déficit públicos, la revolución tecnológica, etc.

En tercer lugar, las elevadas posibilidades de ocultación fiscal que se propiciaban con la emisión de los títulos en ellos negociados, situación que acaba finalmente con la Ley de 6 de junio de 1991, sobre el IRPF.

Entrando ya en su análisis, podemos definir al *mercado interbancario privado*, en primer lugar, como aquel en el que las instituciones de crédito (bancarias y no bancarias), directamente o a través de intermediarios financieros privados, se ceden depósitos u otros activos financieros a un día o a plazos superiores. Por tanto, para que funcione es preciso que haya unas entidades con excedentes prestables y otras con déficit.

Precisamente los grupos institucionales tradicionalmente prestamistas en el mercado interbancario de nuestro país han sido las cajas de ahorro, mientras que la banca extranjera, sobre todo, y también la banca nacional son tomadores netos de recursos en él en gran medida.

La creciente importancia de este mercado (reflejada claramente en los datos de la tabla 22.5) no sólo viene dada por el gran número de entidades que en él participan (bancos privados y públicos, cajas de ahorro, CECA, cooperativas de crédito, SMMD, SCH, financieras y entidades de leasing) y por los altos volúmenes negociados entre ellas, sino también porque constituye indudablemente el punto de referencia básico para la formación de los precios en los diversos mercados financieros de nuestro país.

Y este proceso ha llevado a que este mercado se configure hoy día no sólo como un mercado de excedentes de tesorería, en el que se pretenden cubrir sin más las necesidades residuales de financiación y/o gestionar los excedentes de liquidez a corto plazo (*funding*) de los participantes en él, sino también como un mercado en el que se toman posiciones por éstos para obtener beneficios, de acuerdo con su estrategia financiera global (*trading*).

Señalemos respecto a él, por último, que se trata de un mercado mayorista (el importe mínimo que puede negociarse es de 50 millones de pesetas) y que tradicionalmente ha sido sólo un mercado primario, dado que los depósitos interbancarios no han sido posteriormente negociables en mercado secundario, situación que comenzó a variar a mediados de 1992, cuando nuestras autoridades regularon los depósitos interbancarios transferibles (DIT'S), activos que pueden ser emitidos por cualquier miembro del mercado, por ventanilla o por subasta; a la par; con tipo de interés explícito, pagadero mediante un cupón único de fecha igual a la de amortización; materializados en anotaciones en cuenta; a 1, 3, 6, 9 y 12 meses de vencimiento; negociables sin retención tributaria a través del STMD entre los miembros del mercado, pero no transmisibles al público, y siendo el importe a percibir por sus tenedores en el momento de su amortización (nominal más cupón) múltiplo de 100 millones de pesetas.

Por lo que se refiere a los *mercados monetarios de fondos públicos*, en la actualidad, podemos incluir como fondos públicos de mercado monetario en España las

TABLA 22.5

*Principales mercados monetarios en España: evolución de los saldos vivos de las operaciones en ellos realizadas en los últimos años (en miles de millones de pesetas)*

Mercados	Mercado interbancario de depósitos no transferibles			Mercado de fondos públicos			Mercado de pagarés de empresa		Títulos hipotecarios	Bonos bancarios	
	Años	Total	Día a día	A plazo	Letras del Tesoro	Bonos del Estado	Obligaciones del Estado	Principales emisores	En cartera del sistema crediticio y SMMD	Total	De caja
1988	2.904,5	650,2	2.254,3	3.657,9	3.123,3	740,4	352,0	232,9	650,5	398,8	166,1
1989	3.574,1	885,8	2.688,3	5.403,7	3.483,8	667,1	464,5	254,1	543,9	240,1	143,8
1990	4.232,3	954,3	3.277,9	7.382,3	4.149,7	649,5	815,8	173,8	552,2	160,8	89,3
1991	4.987,2	1.164,6	3.822,6	7.711,9	5.777,3	1.090,0	777,9	184,5	672,3	125,6	53,4
1992	5.204,2	1.137,4	4.066,8	9.789,5	5.829,1	2.186,8	776,5	165,0	703,2	98,2	29,8
1993	6.672,3	1.455,3	5.217,0	10.723,3	9.764,1	4.567,1	656,4	215,0	939,4	80,5	60,7
1995	5.991,0	1.329,0	4.662,0	11.748,0	11.286,7	8.114,4	348,0	144,0	1.051,2	—	—

FUENTE: Banco de España: *Boletín Estadístico*.

letras del Tesoro, los certificados del Banco de España, y los bonos y obligaciones del Estado.

En la tabla 22.6 hemos resumido sus principales características, lo que nos evita un análisis comparativo más detallado de sus analogías y diferencias. Añadiremos a él, simplemente, por un lado, que las letras del Tesoro, desde su aparición en 1987, tienen como objetivo básico ser un instrumento regulador de la intervención en los mercados monetarios, sin perjuicio de que los fondos obtenidos por su emisión sean utilizados para atender las necesidades de financiación del Estado, o para la consecución de los objetos generales de la política económica nacional.

Por otra parte, que los certificados del Banco de España aparecieron como consecuencia de la última reforma importante del coeficiente legal de caja, de febrero de 1990, que, entre otras cosas, lo redujo sustancialmente del 17 por 100 al 5 por 100 y, para evitar que eso produjera un incremento formidable de la liquidez del sistema, obligó a las entidades financieras que deben cubrirlo a suscribir más de 3 billones de pesetas (el equivalente a esos 12 puntos porcentuales de diferencia) en estos CBE que, además de las características recogidas en la tabla 22.6, no son negociables, salvo las transacciones entre entidades obligadas a cumplir el coeficiente de caja y entre éstas y el Banco de España, quien puede adquirirlos a vencimiento o temporalmente en el mercado, operaciones que, como ya vimos, han pasado a constituir los instrumentos primarios básicos de nuestra actual política monetaria.

En cuanto a los *pagarés de empresa*, son valores de renta fija negociables, cualquiera que sea su instrumentación, seriados o no, con vencimiento a corto plazo. emitidos típicamente a descuento por grandes empresas, con la finalidad de diversificar sus fuentes de financiación y conocidos internacionalmente como papel comercial (están inspirados de hecho en el *commercial paper* norteamericano). Además, salvo que vayan avalados, no llevan garantía especial, por lo que su colocación dependerá, en gran medida, de la confianza del adquirente en la solvencia del emisor.

La emisión de estos pagarés suele responder a necesidades de circulante de las empresas, pero son susceptibles también de uso como financiación a medio y largo plazo, lo que puede instrumentarse mediante la rotación de los pagarés al vencimiento y a través de contratos con entidades bancarias para la adquisición de los no colocados entre el público (o, alternativamente, para la concesión de un crédito por igual importe) en caso de condiciones desfavorables del mercado de pagarés.

En efecto, tradicionalmente los pagarés de empresa se emitían sobre todo en nuestro país a través del sistema de *back up* o respaldo bancario, aun cuando también se realizaran colocaciones directas de pagarés por las empresas. En la actualidad, aunque se siguen empleando ambos sistemas, el mercado primario de estos activos se desarrolla a través de dos tipos de emisiones. Por una parte, los denominados emisores habituales, normalmente empresas bien conocidas, solventes y de gran dimensión, suelen realizar las llamadas emisiones en serie, de relativamente bajos nominales (medio o un millón de pesetas, generalmente) y plazos cortos (en torno a 3-6 meses habitualmente) de acuerdo con programas diseñados, registrados obligatoriamente en la CNMV y que se colocan entre los intermediarios financieros por medio de subastas (en las que las instituciones financieras invitadas a participar pu-

TABLA 22.6

*Características fundamentales de los valores públicos de mercado monetario*

Características	Letras del Tesoro	Bonos del Estado	Obligaciones del Estado	Certificados del Banco de España
Agente emisor.	Dirección General del Tesoro y Política Financiera.	DGTPF.	DGTPF.	Banco de España.
Suscriptores-Tenedores.	Cualquier agente económico.	Cualquier agente económico.	Cualquier agente económico.	Sólo las entidades obligadas a cubrir el coeficiente de caja.
Vencimiento.	Hasta 18 meses.	2 y 5 años.	>5 años.	Marzo 1993 a septiembre del 2000.
Nominal unitario (ptas.).	1.000.000	10.000.	10.000	10 millones (1 millón y 100.000 pesetas para cubrir fracciones).
Representación.	Anotaciones en cuenta (A. C.).	A. C.	A. C.	A. C.
Forma de rentabilidad.	Descuento.	Cupones anuales (semestrales hasta 1989).	Cupones anuales (semestrales hasta 1989).	6 por 100 de interés anual; pagadero semestralmente.

TABLA 22.6 (continuación)

Características	Letras del Tesoro	Bonos del Estado	Obligaciones del Estado	Certificados del Banco de España
Régimen fiscal.	No retención sobre sus rendimientos pero no opacos.	Retención fiscal sobre sus rendimientos.	Retención.	—
Formas de emisión.	Subastas ordinarias (periódicas). Subastas especiales (no periódicas). Subastas restringidas (para ciertas entidades financieras). Oferta pública (fijando las condiciones de emisión). Apertura de plazo breve tras las subastas para las peticiones de entidades autorizadas (a precios ofrecidos por ellas).	Igual que las letras del Tesoro más suscripción pública tras las subastas (al precio medio ponderado de éstas).	Igual que los bonos.	De una sola vez en 1990.

FUENTE: Elaboración propia.

jan competitivamente por los pagarés, quedando así fijados sus tipos de interés), quienes luego redistribuyen los pagarés entre el público.

Por otra parte, los que podrían denominarse nuevos emisores, que, aun siendo empresas reconocidas y de buen nivel de solvencia tienen menor tamaño, realizan las denominadas emisiones a medida, que se caracterizan en general por la acomodación del demandante de fondos (el emisor de pagarés) a las exigencias de la demanda (compañías de seguros, sociedades y fondos de cartera, etc.) en cuanto a importe, plazo y tipo de interés. Estas emisiones a medida se han canalizado fundamentalmente a través de los intermediarios financieros y no hay que registrarlas necesariamente en la CNMV. Habida cuenta que sus demandantes buscan sobre todo con su adquisición rentabilizar sus excedentes de tesorería, estos pagarés tienen nominales unitarios elevados y vencimientos muy cortos (de una a tres semanas).

En cuanto al mercado secundario de pagarés de empresa, se distinguen en él dos ámbitos. Uno, no organizado, que funciona en el seno de los intermediarios financieros y otro organizado, no oficial, el mercado privado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), que es su organismo rector. En este mercado se negocian actualmente, además de pagarés de empresa, bonos matador, cédulas hipotecarias, bonos y obligaciones domésticos y su control y supervisión corresponden a la CNMV.

Por lo que respecta al *mercado de títulos hipotecarios*, cédulas, bonos y participaciones hipotecarias son los tres tipos de valores que la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario de 1981 señala que pueden ser emitidos por las entidades que concedan financiación hipotecaria, para poder movilizar las carteras de préstamos hipotecarios que poseen, consiguiendo así recursos financieros garantizados por éstos, sin tener que esperar a su vencimiento para ello.

Las cédulas hipotecarias son títulos que están garantizados por la totalidad de los créditos hipotecarios de sus entidades emisoras: las cajas de ahorro, la banca privada, las cooperativas de crédito, las Entidades de Crédito de capital público estatal y las SCH (éstas siempre que el 75 por 100 como mínimo de su cartera de créditos esté invertida en préstamos hipotecarios). Tienen una gran libertad respecto a las características de su emisión, ya que pueden ser nominativos, a la orden, al portador, con amortización periódica o no, a corto o largo plazo, con interés constante o variable, con o sin prima y emitidos en serie o singularmente (pueden emitirse también mediante anotaciones en cuenta), sin que sus emisiones precisen inscripción registral.

En cuanto a los bonos hipotecarios, se trata de activos financieros garantizados por el crédito o grupo de créditos hipotecarios que se vinculen específicamente a su emisión en la escritura pública correspondiente y no pueden tener un vencimiento medio superior al de tales créditos vinculados, por motivos lógicos de garantía. Además, sus intereses no pueden tampoco ser superiores y pueden emitirse por todas las entidades autorizadas a participar en el mercado hipotecario (las mismas que las cédulas más las financieras).

Finalmente, por lo que se refiere a las participaciones hipotecarias, su finalidad radica en que la entidad emisora puede hacer participar a terceros en todo o en parte de un crédito hipotecario que posea en su cartera, es decir, constituyen cesiones a

terceros de parte de esos créditos hipotecarios (salvo de los asignados a la emisión de bonos hipotecarios). Se pueden emitir, como los bonos, por todas las entidades que participan en el mercado hipotecario, son necesariamente nominativos o representados en anotaciones en cuenta, y cada uno representa una participación en un crédito particular. Por otro lado, ni su plazo ni su interés podrán superar a los del crédito original participado y si la suscripción y tenencia de estos títulos se abre al público no especializado (no se limita a inversores profesionales o institucionales), se emitirán en escritura pública obligatoriamente.

Por último, para acabar ya nuestro análisis de este mercado, señalemos que la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y fondos de titulización hipotecaria, permitió la creación de estos últimos, cuyo activo está constituido únicamente por participaciones hipotecarias (que previamente han movilizado préstamos hipotecarios) y en cuyo pasivo figurarán los títulos de renta fija emitidos para captar recursos, tanto de particulares como de instituciones.

Constituyen patrimonios separados, formalizados en escritura pública y carentes de personalidad jurídica, cuya administración y representación legal corresponderá a las sociedades gestoras que los creen. Los valores que se emitan con cargo a estos Fondos se representarán únicamente en anotaciones en cuenta y podrán diferir en cuanto a plazo, tipo de interés (fijo o variable), forma de amortización y otras características. Su denominación en principio será la de «bonos de titulización hipotecaria».

Por último, como otros mercados monetarios, menos importantes relativamente desde luego, en España hemos de referirnos brevemente a los de pagarés, certificados de depósitos y bonos bancarios.

Los *pagarés bancarios* son títulos similares a los pagarés de empresa, pero emitidos por bancos o cajas de ahorro. Es decir, títulos de renta fija que incorporan un compromiso de pago a fecha fija, por el que la entidad emisora se compromete a devolver su nominal. Emitidos, pues, a descuento, su vencimiento más frecuente oscila de 6 a 12 meses y su nominal suele ser de un millón de pesetas.

Los *certificados de depósito* son documentos acreditativos de depósitos a plazo fijo en una entidad bancaria, susceptibles de transmisión a terceros mediante endoso o cualquier otra forma admitida en el derecho español, con obligación de reembolsar su nominal a su vencimiento por la entidad emisora. Pueden emitirse por la banca y cajas de ahorro. Su principal característica es indudablemente su transmisibilidad, que permite obtener a su tenedor liquidez sin que ello suponga salida de fondos para su entidad emisora. En todo caso, en nuestro país, los bancos y cajas de ahorro al emitirlos garantizan su liquidez, mediante su recompra automática sin penalización.

Los *bonos de caja y de tesorería*, por último, son obligaciones a plazo medio, entre 3 y 5 años, que pueden ser emitidos por los bancos y cajas de ahorro. Las diferencias principales que existen entre ambos tipos de bonos radica en que los de caja sólo pueden ser emitidos por la banca industrial y los de tesorería pueden emitirse por todo tipo de bancos y cajas de ahorro, por un lado, y que, por otro, los de caja tienen ciertas ventajas fiscales (exención del impuesto general sobre sucesiones,

siempre que los títulos pertenecieran al causante durante dos años por lo menos, y exención del impuesto general sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados).

## 6.2. Los mercados de valores en nuestro país

Hay que distinguir en ellos antes de nada, como ya dijimos, entre el *mercado primario*, en el que se emiten nuevos activos, con lo que sus emisores captan recursos financieros al colocarlos entre los suscriptores de la emisión y el mercado secundario o de negociación de activos ya en circulación, cuya misión fundamental es proporcionar liquidez a los títulos ya emitidos, lo que supone incrementar su nivel de aceptación por parte de los ahorradores, quienes se resistirían a comprar valores en el mercado de emisión si no existieran mercados secundarios, porque no podrían deshacerse de ellos cuando necesitaran dinero en efectivo.

Los agentes económicos que participan en el mercado primario son, básicamente, las familias e instituciones financieras, por el lado de la oferta de fondos y las empresas, Administraciones públicas e instituciones financieras como demandantes de fondos. La colocación de los títulos negociados entre ellos puede hacerse, bien de forma directa, bien a través de agentes financieros especializados que la facilitan o bien mediante intermediarios financieros que adquieren los activos emitidos por los agentes con déficit financiero y a su vez emiten otros activos que colocan entre los que tienen superávit.

Por lo que se refiere ahora a los activos intercambiados, los valores mobiliarios son títulos o anotaciones en cuenta emitidos por personas jurídicas con carácter público o privado, en representación de unos derechos crediticios o contractuales adquiridos mediante una aportación económica. Más concretamente, son valores de renta fija (bonos, obligaciones, pagarés...) o de renta variable (acciones), así como productos derivados (opciones y futuros financieros), emitidos tanto por el sector público como por el privado, con una amplia diversidad de características que los distinguen y que tratan de adaptarlos lo mejor posible a las conveniencias de emisores y suscriptores.

En cuanto al *mercado secundario*, existen en España varios tipos. Algunos ya citados, como el mercado de deuda pública anotada en la Central del Banco de España o el de la AIAF, y otros a los que ahora nos referiremos, como las Bolsas de Valores, que actualmente existen en Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

La función genérica fundamental de una Bolsa de Valores consiste en establecer un mercado organizado, amplio y de gran operatividad, que facilite las operaciones de compraventa de valores a sus oferentes y demandantes. Es decir, más concretamente: determinar y proclamar el precio de los títulos admitidos (acciones, obligaciones, títulos hipotecarios, letras, pagarés...); facilitar la publicidad necesaria para el conocimiento de las cantidades negociadas y de los precios aplicados; dotar de liquidez a las emisiones admitidas a cotización y velar por la rápida ejecución y liquidación de las operaciones.

Dentro de la organización de estas bolsas hay que citar, en primer lugar, a sus sociedades rectoras, una para cada bolsa, que son sociedades anónimas que actúan como sus organismos rectores (ordenan y dirigen la contratación, supervisan su funcionamiento...) y las administran, al tiempo que asesoran también a la CNMV y, en su caso, a la Comunidad Autónoma de todas las materias relacionadas con su actividad. Su capital está formado por acciones nominativas, distribuidas entre las sociedades y agencias de valores.

En segundo lugar, la Sociedad de Bolsas es una sociedad anónima constituida por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, que tiene a su cargo la dirección y administración del Sistema de Interconexión Bursátil, de ámbito estatal, que está compuesto por una red informática conectada a todas las Bolsas de Valores y en el que se negocian los valores que acuerda la CNMV de los admitidos en al menos dos Bolsas.

Por último, en tercer lugar, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores es también una sociedad anónima, en cuyo capital participan las Sociedades Rectoras de las Bolsas (40 por 100) y las entidades adheridas (60 por 100 restante), principalmente entidades de crédito, y a quien compete, entre otras cosas, la gestión de los registros contables de valores, la compensación de las cuentas de valores y la liquidación de las operaciones con ellos.

En cuanto a los sistemas de contratación que se utilizan en nuestras Bolsas, en 1989 se constituyó el mercado continuo, que permite a los agentes de las distintas plazas bursátiles contratar bajo las mismas condiciones los valores admitidos en él, mediante la interconexión de los distintos operadores a través de ordenador.

El sistema de contratación de los valores que todavía no han sido incorporados al mercado continuo se realiza mediante el método denominado «de viva voz» entre los agentes autorizados para realizar las transacciones. La contratación se realiza en los llamados corros durante un corto plazo de tiempo, predeterminado para cada tipo de valores, en contraposición al sistema de forma continuada, a lo largo de la sesión.

También cabe la posibilidad de llevar a cabo la contratación por caja o por subasta. En el primer caso los oferentes y demandantes manifiestan por escrito sus posiciones hasta una hora determinada de la sesión. Recibidas las comunicaciones, se realiza un proceso informático mediante el cual se ajustan oferta y demanda de títulos. En la contratación por subasta, que es el sistema utilizado para activos financieros a corto plazo, se realiza un anuncio público de las ofertas de valores presentados y el descuento al que se ofrecen, procediéndose a través de sucesivos ajustes a equilibrar demanda y oferta.

Hemos de destacar, igualmente, la existencia en nuestros mercados bursátiles de los *segundos mercados de valores*, que son aquellos que posibilitan la admisión a cotización de las Pymes que difícilmente pueden acceder a los mercados oficiales debido a los requerimientos de admisión imperantes en los mismos. Estos segundos mercados exigen, por el contrario, requisitos menos estrictos, que dichas empresas sí tienen a su alcance cumplir.

Resaltemos, finalmente, que de la información cuantitativa disponible sobre la evolución del mercado bursátil español cabe concluir que se trata aún, pese a su

modernización y desarrollo de los últimos años, de un mercado de tamaño reducido, tanto en cuanto al número de empresas activamente cotizadas como respecto al volumen de capitalización, con un fuerte peso del sector bancario y los servicios públicos (energía y agua, transportes y comunicaciones y petróleo, que suponen aproximadamente el 70 por 100 de la contratación en el mercado continuo y el 90 por 100 de la capitalización); con un escaso grado de liquidez, por tanto, en muchos de los valores cotizados; y con una muy superior relevancia de la Bolsa de Madrid sobre las otras tres.

---

## BIBLIOGRAFÍA

- Asociación Española de Banca: *Anuario Estadístico de la banca en España*, Madrid, varios años.
- Banco de España: *Informe Anual*, varios años. *Boletín Económico*, publicación mensual. *Boletín Estadístico*, publicación mensual.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Informe anual*, varios años.
- Fundación para la Investigación Económica y Social (FIES): *Papeles de Economía Española*, varios números.
- Fundación para la Investigación Económica y Social (FIES): *Perspectivas sobre el sistema financiero*, varios números (antes *Suplementos sobre el sistema financiero*).
- Parejo, J. A.; Cuervo, A.; Rodríguez Sáiz, L., y Calvo, A.: *Manual de sistema financiero español*, Ariel, 7.ª ed., Barcelona, 1994.
- Parejo, J. A.; Calvo, A., y Paul, J.: *El sistema financiero en los países de la CE*. AC, Madrid, 1993.
- Pellicer, M.: «Los mercados financieros organizados en España», *Estudios Económicos del Banco de España*, núm. 50, Madrid, 1992.