

1969
R. 9074
LAR-40

ADAPTACION DE LA CONFERENCIA VITOA:Δ
CURSILLO SOBRE BOLSA

En este Curso al que están asistiendo Vds., me ha correspondido exponer algunas ideas generales sobre las Inversiones Mobiliarias que puedan servir de marco amplio para otros temas específicos que se analicen en relación con la Bolsa y el Mercado de Valores, en sus diversas manifestaciones.

Personalmente, considero que cada día es más importante conocer la filosofía del medio en que se desarrolla cualquier actividad concreta, a fin de comprender con mayor precisión y claridad sus aspectos técnicos y contribuir al desenvolvimiento del trabajo profesional que tenga a éstos por objeto.

En este sentido, creo que la mejor forma de conocer la justificación de la Inversión Mobiliaria es situarla no ya dentro del conjunto de actividades institucionales que componen el Mercado de Valores, sino de lo que significa la Empresa Económica.

La estructura del Mundo Occidental está más impregnada de carácter económico que cualquier época histórica, entendiéndose en general por lo económico la creación de bienes o servicios, utilizables colectiva o individualmente, y su distribución posterior. En los últimos 50 años, la Humanidad ha experimentado el mayor incremento conocido en el nivel de confort y de utilización personal del acervo tecnológico común; este hecho se ha conseguido mediante una estructura, especialmente adaptada a las peculiares necesidades del desarrollo material, donde la Empresa es principal protagonista.

En cada época de la Historia, han surgido instituciones que han tenido una influencia social predominante en un determinado momento: inicialmente, la familia; quizás, más adelante, la tribu; otro momento fue el feudalismo, la Corporación Municipal o el Ejército, e incluso la Iglesia, en su aspecto material. En los últimos 30 años, la Empresa, como Institución Social, ha tenido un verdadero predominio en todos los países occidentales más adelantados, e incluso habría que conocer hasta qué punto los países socialistas tienen que basar su economía, si no en una Empresa como nosotros la conocemos, sí en una estructura empresarial.

esto es así, en mi opinión, porque la Empresa es un instrumento fundamentalmente económico y el progreso material ha pasado a significar la principal preocupación colectiva, dejando al margen otras muchas consideraciones idealistas o espirituales.

La Empresa es un centro de producción de bienes ó servicios, con patrimonio autónomo y posibilidad de medición económica del resultado de su actuación. Frente al sistema organizativo de empresa, se sitúa el sistema de servicio, utilizado principalmente en actividades sin posibilidad o preocupación económica de resultados, ya que, generalmente, su producto es inmaterial y no tiene una concurrencia selectiva; por ejemplo, ¿cómo puede medirse con exactitud en el Servicio de Enseñanza, la capacidad técnica o cultural de unos alumnos; o en el de Policía, la seguridad personal de los individuos o familias?. No obstante, debe señalarse que no hay unos límites precisos que, en todos los casos, indiquen la conveniencia de uno u otro sistemas de organización; a este respecto, se observa que en la organización socialista más extrema hay estructuras claramente empresariales, mientras que en el régimen capitalista más exacerbado hay actividades encuadradas como servicio.

En la estructura social primitiva, casi todas las actividades se encuadraban en el sistema de servicio; posteriormente, con la aparición del comercio y de la industria, ha ido desarrollándose el término de empresa, no sólo en su aspecto de Sociedad Anónima, eminentemente capitalista, sino también bajo la forma de empresa nacional o empresa asociativa, como pueden ser las Cooperativas o Mutualidades.

Un factor importante en el régimen de empresa es el de la libre concurrencia; es obvio que en un sistema socialista, aunque no se desarrolle en régimen de libre concurrencia, caben estructuras empresariales en que se determinen los resultados; por eso, la empresa típica, la que afecta a la Bolsa y a las Inversiones Mobiliarias, es esencialmente la Sociedad Anónima, que exige la existencia de un régimen de libre competencia, aunque quizás éste no debe ser interpretado en su sentido estricto, ya que, en muchas ocasiones, el capitalismo busca o desearía situaciones marcadamente monopolísticas; en este sentido, quizás su esencia consista en buscar la libertad para limitar la concurrencia.

En España estamos entrando de un modo acelerado en la economía de las tarjetas de crédito, pero realmente hay algo que puede llegar a desarrollarse más aun en el futuro y que depende de un importante proceso tecnológico reciente, como es el proceso de...

El sistema financiero es, en gran parte, una consecuencia de la evolución de los mecanismos de creación de dinero. En un principio las transacciones económicas estaban muy limitadas y la economía se desenvolvía en unas bases meramente autóctonas; poco después, desarrollándose un sistema de trueque de productos, al que sucedió la moneda metálica, instrumento que había de contribuir a que muchas más economías fallares pudiesen participar en el trueque. No obstante, como consecuencia de los problemas intrínsecos del dinero y de la mayor complejidad de la vida económica, también este instrumento de cambio resultó incómodo, surgiendo entonces el papel moneda, representativo de unidades de moneda metálica. Después, este sistema, aunque con orientaciones diferentes en la época moderna, ha sido superado en muchos países por el cheque como medio de pago sin transmisión monetaria, que incluso está comenzando a entrar en una fase de decadencia al ser sustituido por transmisiones directas sin documento alguno, lo cual está representado por la "carta de crédito".

Después de esta breve referencia a la empresa, considero importante también una alusión al sistema financiero, al que considero como el conjunto de instituciones para la administración de las actividades económicas especializadas, consecuencia, en parte, de la evolución de la propia complejidad de la nueva Empresa. No es el sistema financiero se vincule exclusivamente a las Empresas, sino que cada día alcanzan en él una importancia mayor y mayor personal y los patrimonios individuales, pero todo ello está relacionado con un sistema basado en la Empresa que, actualmente, nosotros, constituye su principal protagonista.

La libre competencia no puede conseguirse si el Estado no desempeña una función activa de vigilancia y sanción, de ahí que en el país donde la Empresa ha alcanzado una mayor importancia (Estados Unidos) y en que aquella ha logrado el máximo desarrollo, el Estado protege la libre competencia a través de una legislación apropiada.

to electrónico; me refiero a las transferencias directas de fondo - de cuenta a cuenta. El futuro está en que la mayor parte de los pagos y transacciones mercantiles se efectúen de este modo. Hoy ya se está iniciando este proceso y toda esa serie de pagos de recibos regulares de la economía doméstica que se realizan a través de cuentas bancarias son una manifestación de esta tendencia, pero es posible que llegue un momento en que se eliminen los recibos y las transferencias de cuenta a cuenta sean más directas, de ordenador a ordenador. Por ello es posible que algunos países, como el nuestro y bastantes otros, pasen de una economía fundamentalmente basada en la moneda como medio de pago frecuente, a una economía basada en la tarjeta de crédito o en la transferencia contable sin que en ellos haya llegado a tener el cheque la importancia social y económica que ha alcanzado en otros países, como es el caso actual de Inglaterra y sobre todo de hace 30 años.

Todos estos medios de pago son, en el fondo, parte del mecanismo de creación de dinero, dentro del cual también figuran las instituciones de crédito, bancarias fundamentalmente, que en una forma u otra contribuyen a dicha creación; por eso, en la clasificación de las instituciones financieras a que ahora voy a referirme, podemos encontrar tres categorías: Instituciones Monetarias y de Crédito, Instituciones no Monetarias, y por último, Instituciones Públicas de Control, complementarias de las anteriores.

Las Instituciones Monetarias y de Crédito son aquellas entidades creadoras de medios de pago, cuyo máximo exponente son las empresas bancarias. Entre ellas existe una serie importante de clasificaciones en base a la función característica de cada una, pero, en general, todas desarrollan cometidos entremezclados con los de las restantes. Las más importantes, teniendo en cuenta el volumen de sus operaciones o el de los fondos que administran, son los Bancos Comerciales, cuya finalidad es la administración de los pagos normales de la tesorería empresarial o particular.

El conjunto de transmisiones de necesidades económicas exige la utilización de organismos que colaboren en la administración de los pagos. Esta es la función esencial de la Banca, a través de una serie importante de Oficinas enclavadas estratégicamente desde un punto de vista geográfico. Hay en este sector de servicios una diferencia básica entre el Banco y Oficina Bancaria; normalmente, los Bancos están dedicados al servicio de Empresas, o sea, al servicio de Patro-

monios empresariales, administrando la acumulación circunstancial de fondos, colocándolos en operaciones de descuento a corto plazo para lograr la máxima financiación, mientras que las Oficinas Bancarias, por su emplazamiento, fundamentalmente se relacionan con economías particulares.

Por otra parte, la Banca Comercial desempeña funciones auxiliares, especialmente respecto a su clientela particular, facilitándole el ahorro, mediante depósitos a plazos, libretas, etc., o la compraventa de valores mobiliarios; concediéndole préstamos personales, etc. También otorga a su clientela empresarial no sólo el descuento, para la mejor distribución de sus productos y servicios, sino también créditos, aunque normalmente a corto plazo.

La segunda importante institución de crédito está representada por las Cajas de Ahorro, cuya finalidad básica, entremezclada en algunos aspectos con los servicios de la Banca, es fomentar, mediante una retribución satisfactoria, la acumulación de ahorro en los patrimonios familiares, de forma que se constituya una especie de tesorería de reserva que, pasando cierto nivel, acabará transformándose en inversión permanente. En este aspecto, como antes he señalado, mientras los Bancos Comerciales recogen principalmente excesos circunstanciales de tesorería, las Cajas de Ahorro buscan una especie de primer ahorro, que realmente conviene exista en toda economía familiar bien organizada. Con otras palabras, puede decirse, en conjunto, que los bancos buscan su clientela, además de las Empresas, entre la media y la alta burguesía; en cambio, las Cajas de Ahorro, atienden a la clase media modesta, a trabajadores cualificados y a agricultores. Existen otras instituciones en esta última línea, como son las Cajas Rurales, Cooperativas de Crédito y similares, aunque por su carácter asociativo privado se distinguen de las Cajas de Ahorro, generalmente semipúblicas y relacionadas con los Municipios de las capitales más importantes o con las Diputaciones Provinciales.

Mención aparte requieren los Bancos de Crédito especializados, generalmente de carácter oficial, cuyo objeto fundamental está representado por las operaciones de créditos protegidos que normalmente no están al alcance de la Banca privada, por el carácter de protección social de tales operaciones. En España tenemos el Banco de Crédito Agrícola, el Banco de Crédito Local, el Banco de Crédito Industrial, el Banco de Crédito a la Construcción y el Banco Hipotecario. Por otra parte, algunas de estas clases de créditos especializados...

Entidad es como la Banca, con carácter dependiente y características de una Empresa, sino por Organismos de la Administración Pública, como el Fondo Nacional de Protección al Trabajo, el Servicio Nacional del Trigo, el Instituto Nacional de Cinematografía y otros más.

Dentro del sector de Entidades Crediticias privadas con objeto muy específico, debemos citar los Bancos de Negocios o Industriales, cuya finalidad es la promoción del sector industrial; en España la Banca era teórica y prácticamente mixta, desempeñando simultáneamente las funciones clásicas de la Banca comercial y de la Banca típica industrial. Esta situación mereció justificadas críticas y por ello la Ley de Reforma Bancaria, de 1.962, entre sus objetivos básicos, lograr una reestructuración financiera del país, concibió la separación entre ambas actividades, lo que dió lugar a la creación de Bancos de Negocios. La realidad ha sido, sin embargo, que, en vez de la creación de los que ya tenían tradición de banca típica de negocios, como es el caso del Banco de Urquijo, la mayoría de los Bancos de negocios que se han constituido han estado y están completamente vinculados a la Banca Comercial, por lo que, en la práctica, no se ha conseguido el objetivo propuesto, quizás porque en ese momento estaba materializándose en el mundo entero una situación, por subsistente, tendente a pasar de una Banca especializada, en el sentido de Banca comercial y de Banca de negocios, a una Banca mixta.

En cualquier caso, la finalidad en nuestro país de la Banca de negocios es la promoción o reestructuración de Empresas, participando inicialmente en su capital y concediéndoles préstamos a largo plazo, normalmente de unos 5 años; para este objetivo utilizan depósitos, cuentas corrientes de clientes y recursos obtenidos de otras instituciones del mercado monetario, o, cuando ello no es posible, de la emisión de bonos de tesorería. Sin embargo, los bancos de negocios de otros países son entidades mucho más libres, en cierto modo, y desarrollan funciones bastante más complejas, como por ejemplo, su gran participación en el mercado de emisiones de títulos, a través del lanzamiento de Empresas en Bolsa, de las que han adquirido una participación cuando sus propietarios necesitaban capital. En tales supuestos, el beneficio de los Bancos consiste en que han conseguido dicha participación a un precio bajo, del 100% o menos, mientras que, después de haberles ayudado a estructurarse, pueden hacer el lanzamiento en Bolsa a una cotización bastante más elevada.

Un último tipo de entidad de crédito especializado, entre las de ca-

rácter privado, son las Sociedades Financieras de Ventas a Plazos, que constituyen un sector creciente de especialización crediticia, con la finalidad del préstamo a medio plazo con reembolso en períodos regulares bastante breves, generalmente amortizaciones mensuales, al objeto de facilitar a los particulares la adquisición de bienes de consumo duradero.

En algunos casos, como Francia, estas Sociedades obtienen sus fondos normalmente de los bancos comerciales y del redescuento oficial; en los países anglosajones, en donde no tienen el derecho a solicitar depósitos directamente, también logran sus fondos de los Bancos comerciales, que controlan la mayor parte de las Sociedades importantes de este tipo y acuden al Mercado dinerario producido por las acumulaciones temporales de distintas clases de Empresas; de esta forma, logran un fondo bastante importante y llegan a competir con otras entidades crediticias, como son la Banca comercial y la Banca de negocios.

En España no está regulado más que parcialmente este tipo de Empresas, en cuanto se refiere a lo que en nuestro país se conoce con el nombre de Financieras de Bienes de Equipo, respecto a las cuales la legislación casi se ha preocupado exclusivamente de la protección de la Industria Nacional, puesto que sólo pueden conceder préstamos para la adquisición de ciertos bienes de equipo; en cambio, carece de regulación el sector más importante, representado por las que se dedican a la financiación de la compra de automóviles.

Las Instituciones Financieras No Monetarias limitan su actividad a la administración de las inversiones. Entre ellas, cabe destacar en primer lugar a las Entidades Aseguradoras del Ramo de Vida; en España el Seguro de Vida tiene, en su modalidad de ahorro especialmente, poca importancia dentro del mundo financiero, pues su volumen total es del orden del 5% del producto nacional bruto, inferior a la cifra de Portugal, y bastante más reducido que la media de los países semidesarrollados. En América, por ejemplo, la cifra de Seguro de Vida es superior a la de la Banca, mientras que en España hay una proporción de un 5% a un 100%, aproximadamente. Otro tipo de Entidades no monetarias son las Compañías Inmobiliarias, no en el sentido restrictivo de la Legislación española, sino el conjunto de entidades relacionadas con la inversión en inmuebles. Por otra parte, el más importante sector de todo este conjunto de entidades, y por lo menos el más reciente, es el de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, que se dedican a administrar colectivamente inversiones mobiliarias por cuenta de sus clientes, transformando en ahorro el conjunto de las participaciones.

Otro sector muy importante está representado por los Fondos de Pensiones o Fondos de Retiro; no me refiero, al aludir a ellos, a las Mutualidades Laborales, entidades públicas para la administración de pensiones que en su momento correspondían a los trabajadores, sino a las instituciones creadas por iniciativa privada, aunque con el mismo objetivo social que aquéllas, a través de un sistema de capitalización.

Estas entidades están comenzando a desarrollarse en nuestro país, pero aún estamos lejos de la importancia que han alcanzado en los países anglosajones, especialmente en los Estados Unidos, en donde, por el grado de perfeccionamiento logrado en el régimen de economía de empresa, existe una enorme preocupación ante el problema de retiro o jubilación futura de la masa de trabajadores o directivos.

Hoy día, en España, cualquier empresa que sienta inquietud por su futuro ha de valorar adecuadamente el problema de jubilación de sus empleados; de un lado, porque el proceso de madurez del personal se produce inexorablemente; de otro, porque las pensiones actualmente arbitradas por la Seguridad Social son insuficientes para permitir a los trabajadores que alcancen la edad de retiro un volumen de ingresos análogo al del período laboral activo, lo cual exige buscar las fórmulas de compensación económica adecuada.

Esta situación tiene una importancia relativamente pequeña en las empresas cuyo promedio de edad es bajo, pero no sucede lo mismo en las de edad avanzada, que, si no es a base de unos fondos constituidos por ellas mismas, se encontrarán de manera casi inmediata con una grave crisis económica.

Por último, dentro de las instituciones financieras, he de citar las Entidades Públicas y de Control. Las primeras tienen una importancia extraordinaria en el campo financiero porque, en definitiva, el Tesoro Público es el órgano que administra la tesorería del Estado, la más importante de todo el país, lo que motiva no solamente que sea un trascendental instrumento financiero, sino que por exigencias quizás de la costumbre, su política económica determina la estructura financiera global de la nación.

En cuanto a las Entidades de Control, han de señalarse los Bancos Centrales que, aparte de su función de centros emisores de moneda, están teniendo cada día una misión muy importante en la alta supervisión de la economía del país y particularmente en cuanto se refiere a las transacciones comerciales con mercados extranjeros, así como el conjunto de órganos de supervisión de las diferentes Instituciones Crediticias, como son, en nuestro país, el Instituto Español de Moneda Extranjera, el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, el Instituto de las Cajas de Ahorro e, incluso, en esta línea de control a que estamos aludiendo, la Dirección General de Seguros, que supervisa a las Compañías de Seguro de Vida, si bien, como he dicho antes, por la importancia relativamente pequeña que tienen estas entidades en España, carecen de gran trascendencia en el Mercado de valores.

Dentro de la línea de ideas generales que pretendo exponer, considero ahora oportuno hacer una referencia al Mercado de Capitales, constituido por el conjunto de Instituciones que se relacionan con la oferta y demanda de dinero para la inversión o el incremento del gasto. Se compone de tres sectores: el Mercado de Dinero, el de Valores, al que luego haré referencia, y el de Inversiones a Largo Plazo.

El Mercado de Dinero tiene poca importancia en España, en donde creo que el único que existe de este tipo es el de Moneda Extranjera, aunque con bastantes limitaciones, puesto que sólo tiene un carácter interior y realmente carece de su verdadera esencia de la colocación de dinero a corto plazo, característica en otros países. Creo que un sistema empresarial con la importancia que está adquiriendo el español, necesita la existencia de un mercado de dinero a corto plazo, cuyo principal exponente está representado por el sistema de certificados de depósitos bancarios que han tenido un gran desarrollo en los Estados Unidos y en otros países europeos. Estos documentos permiten una mayor movilización de los depósitos a plazos, lo que contribuye al fortalecimiento financiero de las empresas, que pueden vender en el mercado su depósito, o el certificado de este depósito, con el descuento consiguiente. Debo aclarar, no obstante, que la importancia tan grande que ha adquirido este tipo de transacciones en los Estados Unidos es debida, particularmente, al peculiar régimen impositivo de este país, aunque no debe omitirse que en Inglaterra ha conseguido asimismo un gran desarrollo, existiendo varias entidades especializadas en este mercado, de modo que cualquier empresa puede recibir y colocar dinero a través de operaciones a corto plazo. Confiamos en que en España lleguen también a desarrollarse estas actividades, merced a estudios especializados que se lleven a cabo sobre el particular, lo cual podría ser objeto de un interesante curso o seminario promovido por Acción Social Patronal o por la Asociación para el Progreso de la Dirección.

El Mercado de Inversiones a Largo Plazo, que compite con el de Capitales, está integrado fundamentalmente por el Mercado de la Inversión Pública, el de Inversión Mobiliaria, la participación directa de Empresas y la adquisición de objetos de lujo o arte, ya sea para el propio individuo o como inversión a largo plazo para combatir la inflación.

Siguiendo la línea del programa, corresponde aludir a continuación a la Oferta y a la Demanda. Cuando se habla de oferta y demanda en el Mercado de Valores, hay que precisar siempre a qué clases se hace referencia, porque se puede indicar lo que es oferta de dinero u oferta de Valores, en el otro es demanda, y viceversa. Nuestra alusión corresponde fundamentalmente a la oferta y a la demanda de dinero. La primera está representada por el dinero que existe en un Mercado a disposición de los inversores y que puede proceder de sectores distintos; podría haber otros métodos de decir cuál es la clase de oferta: el ahorro particular, el ahorro institucional, el ahorro acumulado circunstancial o accidentalmente por las Empresas, el capital móvil especulativo y el capital internacional, que en unos casos puede ser capital de inversión y, en otros, simplemente especulativo. El capital de inversión es el que acude porque cree que hay interesantes posibilidades de inversión a largo plazo; el especulativo lo hace en cada momento respecto a los sectores en que se puede obtener un rendimiento más alto e inmediato; es un dinero que a nadie gusta porque va y viene muy deprisa.

En la demanda de dinero, cabe destacar, en un sentido, la in-

versión pública, la renta empresarial, los préstamos inmobiliarios, pero también puede destacarse otro aspecto: la demanda procedente del Mercado de Inversiones a Largo Plazo, la procedente del Mercado de Dinero y la derivada del Mercado Mobiliario, constituida por la necesidad de capital de las empresas cotizadas en Bolsa.

Es muy importante en este aspecto de la demanda, señalar cuáles son las necesidades de capital; este mercado tiene dos factores: ~~una~~ las necesidades de capital en el Mercado de Emisiones y el Valor de las Empresas en el Mercado de Transacciones. Por ello, conviene destacar la diferencia entre Mercado de Valores, Mercado de Emisiones y Mercado de Transacciones. El Mercado de Emisiones lo constituyen las demandas de capital de las propias Empresas que acuden al ahorro a la oferta de dinero, por lo que tiene una importancia fundamental para el desarrollo económico; en cambio, en sí, el Mercado de Transacciones no influye en el desarrollo económico porque no mejora las Empresas, favorece o perjudica a quienes tienen sus títulos pero no directamente a aquéllas. Por eso cuando existe oferta de dinero en un Mercado de Valores Mobiliarios y no existe un incremento paralelo en el Mercado de Emisiones, se puede producir un aumento excesivo del precio, es decir, una supervaloración de las empresas que se cotizan. Este es uno de los grandes problemas de la Bolsa y, en concreto, del Mercado de Inversiones Mobiliarias actual de nuestro país. Por eso es importante en España ampliar la base, pudiéramos decir pasiva, del Mercado de Valores Mobiliarios, porque éste es el mejor camino para que, de un modo permanente y estable, tenga una colocación adecuada dentro del Mercado de Valores Mobiliarios ~~de afluencia~~ del capital que a él acude y no acabe teniendo un problema que le oriente nuevo a un Mercado de Valores Inmobiliarios o de otro tipo.

tratar

Voy ya a ~~entrar~~ *tratar* un poco en la parte final del programa, relativa al Mercado de Valores, haciendo sobre él algunas observaciones. Este término se utiliza en un sentido amplio para determinar el conjunto de organismos, empresas y personas relacionadas con las operaciones habituales de títulos mobiliarios; y en sentido estricto, para definir los centros específicos de contratación que normalmente reciben el nombre de Bolsa, en donde, por un sistema especial, se lleva a cabo la ejecución material de la compra-venta de valores. Por los tipos que se cotizan, se habla de Mercado de Renta Variable o de Acciones; Mercado de Renta Fija o de obligaciones, y Mercado de Fondos Públicos o títulos representativos de empréstitos de instituciones públicas. El Mercado de Valores interesa no sólo a quienes en él contratan o intervienen de algún modo, sino que es una pieza fundamental de la estructura social occidental, caracterizada por el respeto a la libertad individual, la propiedad privada y la Empresa Económica Mercantil. Esta última no puede colaborar de modo satisfactorio en el desarrollo económico si no cuenta con un mercado mobiliario eficaz que actúe como válvula reguladora del sistema capitalista, corrigiendo muchos de sus defectos. La situación óptima en este aspecto se ha alcanzado en los Estados Unidos, aunque sólo de un modo relativo, y últimamente en el Japón, mientras que en Europa, concretamente en España, falta mucho camino por recorrer.

Es frecuente citar como ^{motivo} causa del desarrollo de la economía americana la estructuración del Mercado de Valores después de la catástrofe del 29, y también como causa del crecimiento sorprendente del Japón, la reforma que se hizo en 1945 de su Mercado de Valores en la línea de la institución que los japoneses creían que más había influido en la superioridad técnico-económica de los vencedores. Los japoneses, en lugar de mantenerse en una postura de resentimiento, trataron de aprender rápidamente por qué un pueblo que consideraban inferior al suyo había podido ^{desarrollarse} vencerlos, de esta forma, han tratado de conocer perfectamente sus instituciones y readaptarlas en todo lo posible a sus necesidades.

La importancia y eficacia de un Mercado de Valores depende del grado de apertura o concurrencia que en él se logre; cuando no existe igualdad de oportunidades para los inversores independientes, estos desconfían y reducen la capacidad del Mercado al orientarse a otros sectores de inversión. Una situación ideal sería aquella en que, bajo la supervisión de la Bolsa por Agentes Mediadores, el público inversor pudiese juzgar la eficacia de los gerentes y profesionales de inversión, a través de los resultados de las instituciones que dirigen, y donde los analistas financieros tuviesen información suficiente para determinar las posibilidades presentes y futuras de las principales empresas cotizadas.

Cuando falta un mercado libre, por completas que sean las normas que defienden los intereses de los accionistas minoritarios, las Empresas acaban subordinándose a los intereses de los accionistas mayoritarios o de los altos directivos, lo que perjudica en general los fines básicos de crecimiento a largo plazo de la propia empresa y, en muchos casos, su propia existencia. Naturalmente un Mercado de Valores no puede por sí solo producir este efecto si no está enmarcado con otras circunstancias satisfactoriamente ordenadas; por ejemplo, cuando algunas Empresas tienen ventajas fiscales o situaciones de monopolio que les permiten un beneficio anormal, el mercado bursátil elevará la demanda de sus acciones, agravando en este aspecto la injusticia básica original, si bien hay que tener en cuenta que esta situación se corrige parcialmente porque los inversores a largo plazo, como son los Fondos y Sociedades de Inversión, al darse cuenta del equilibrio inestable de las Empresas privilegiadas, que son sensibles a cualquier tipo de cambio, no ya político trascendente, sino simplemente administrativo, encauzan sus inversiones hacia empresas de configuración normal.

Por último, voy a hacer una referencia a la función social del Mercado de Valores, que, a mi juicio, se desglosa en tres vertientes básicas: la contribución a la financiación del desarrollo empresarial, la fijación del precio de las empresas y la profesionalización de los inversores. El fin institucional más claro del mercado mobiliario es su aportación a la estructura económica nacional, proporcionando a las empresas que a él acuden medios para su expansión, o sea financiación. Un Mercado de Valores debe ser instrumento para el desarrollo material equilibrado, ya que su mecánica de determinación del precio de las empresas, a que luego me referiré, no facilita indiscriminadamente este apoyo financiero, sino que da preferencia a las que, con arreglo a criterios técnicos, cambios de coyunturas, situación interna, perspectivas futuras, etc., tienen más posibilidades de utilizarlo de un modo satisfactorio, y, por lo tanto, contribuyen, o se cree que van a contribuir preferentemente al bienestar general. Durante mucho tiempo ha habido mercados de valores que han actuado eficazmente, pero quizás considerando la Bolsa más como instrumento de nitidez que de financiación. Las empresas que han acudido a la Bolsa lo han hecho más porque así convenía a los accionistas que por creer realmente que a través de ella iban a encontrar un instrumento muy importante para su propia financiación, que, por otro lado, la podía conseguir a través de un coeficiente bastante importante de autofinanciación. Esta situación está cambiando, pero hasta ahora ha sido la causa de que las Empresas españolas más importantes creadas en los últimos 30 años no estén cotizadas en Bolsa, porque si las acciones y la propiedad estaban limitadas en una serie de manos y no encontraban ventajas de financiación en la Bolsa no ^{encontraban} ninguna justificación en acudir a ella. No obstante, creo que esta situación ha de evolucionar muy rápidamente porque, cada día, esas mismas empresas se darán cuenta de que donde realmente pueden acabar obteniendo la financiación que necesitan, que tendrá que ser directa y no bancaria, es a través de la Bolsa.

La segunda función de un mercado de valores es la fijación real del precio de las empresas; esto tiene una importancia extraordinaria porque la mayor desventaja del sistema económico socialista frente a la empresa libre es la dificultad para fijar los precios de los productos, lo que da lugar a errores de planificación, superiores en muchos casos al despilfarro que puede producir la proliferación de una Empresa en un mercado abierto. El Mercado de Valores sirve para fijar el precio a que en un momento determinado se valoran las Empresas. Cuando una acción sube 10 enteros y alcanza 110 de precio ello refleja que de un valor teórico de 100 millones que tuviese la

Empresa ha pasado a otro de 110 millones.

El precio de una materia prima, aunque condicionado a diversas circunstancias económicas externas del momento y de su próximo futuro, está determinado en general de un modo realmente objetivo: su oferta y demanda en el mercado; las Empresas, en cambio, no son un bien intercambiable o clasificable por categorías permanentes; cada una tiene peculiaridades propias, por su contenido económico financiero, su organización comercial, su acervo de ideas y por las personas que la componen y dirigen, por ello en su precio influyen, además de los factores económicos externos de las materias primas, otros tales como la apreciación de su contenido interno y de probable contenido futuro, determinado por lo que lógicamente depende de la actuación de sus dirigentes en razón de su capacidad, dedicación e imaginación creadora empresarial. Esta complejidad es la que exige un conjunto de profesiones auxiliares, fundamentalmente los Bancos de Inversiones y los Analistas Financieros, especializadas en el análisis económico del valor de las empresas o, por lo menos, de una serie de aspectos que contribuyen a fijar el precio, e incluso en otro aspecto, los Jurados de Cuentas que, al garantizar la veracidad de los datos suministrados por las empresas, desarrollan una labor complementaria absolutamente necesaria para los Bancos de Inversiones y Analistas.

Todo este conjunto que juzga permanentemente la eficacia gerencial de las Empresas, da un precio más alto y, por lo tanto, mayores posibilidades de financiación y actuación, a las que estima mejores, haciendo así una aportación sustancial al proceso de selección, base del desarrollo y progreso técnicos.

Una consecuencia de esta influencia de la fijación del precio en el crecimiento empresarial se manifiesta claramente en las operaciones de fusión o adquisición de empresas en Bolsa; hay empresas que se cotizan a un precio bajo (10 ó 15 veces el importe de sus beneficios); en cambio, hay otras que se cotizan hasta 40 y hasta 100 veces ese importe. Esto ocurre porque, respecto a las primeras, no existe confianza en su incremento futuro, es decir, en la capacidad de sus equipos gerenciales, ni en su situación estratégica respecto al mercado. Si, en este aspecto, IBM es la empresa que más se cotiza en el mundo, es porque se tiene fe en que es una de las industrias mejor dirigidas y, además, que está encuadrada en un sector de indudable crecimiento. De ese modo, una Empresa cuyo pre

14.

cio se forma con un número pequeño de veces su beneficio, está en unas condiciones de verdadero peligro ante una oferta de intercambio de acciones que le haga otra Empresa altamente valorada, puesto que, teóricamente, se puede llegar a producir una situación favorable para los equipos gerenciales más satisfactorios porque pueden hacer una oferta que les permita comprar la Empresa sin desembolsar dinero.

Un último aspecto que quiero citar es el de protección a los ahorradores que, realmente, resulta indispensable en una sociedad que avanza de modo creciente en la propiedad privada del ahorro individual. Para ello es indispensable que la Bolsa, en nombre de ellos, se preocupe por la veracidad de los datos e informaciones de las Empresas y de impedir en todo lo posible que se abuse de quienes quieren sus participaciones, especialmente si se tiene en cuenta que el ahorrista, individualmente o por conducto de instituciones colectivas, es en gran parte, y lo será más en el futuro, el trabajador. Esto origina unas obligaciones singulares, hasta ahora casi poco reconocidas, a quienes intervienen en la Bolsa.

Finalmente, ^{quiero} deseo exponer mi deseo y esperanza de que esta visión panorámica sea útil para los asistentes al Curso cuando se traten aspectos más concretos, pero sobre todo quisiera resaltar la idea de que el Mercado de Valores y, en conjunto, la Inversión Mobiliaria, tienen una trascendente función social y que el desarrollo económico y, en consecuencia, la elevación del nivel de vida, dependen en gran parte de que estas instituciones se estructuren y orienten a la importante misión que se les ha confiado.

Junio-1.969

AS.