

PRESENTE Y FUTURO DE LA BOLSA DE VALORES EN ESPAÑA

La inversión en capital de riesgo adquiere el carácter de necesidad acuciante para nuestra economía y debe ser fomentada en la medida de lo posible. Esta necesidad es una preocupación común a la mayor parte de los países, como lo demuestra la recomendación formulada en septiembre de 1981 por parte del Parlamento Europeo, proponiendo la adopción de medidas incentivadoras para la inversión en capital de riesgo, recomendación seguida con éxito por países como Francia, Bélgica, Italia, Suecia y Canadá, según **Manuel de la Concha**.

En su repaso detallado a la situación y perspectivas del mercado de valores destaca el nivel más que aceptable del número de empresas admitidas a cotización oficial, en comparación con otras grandes Bolsas europeas, pero la realidad es que más de la mitad de la capitalización bursátil se concentra en diez empresas y sólo unas 150 sociedades cotizan diariamente sus acciones. A este hecho peculiar, bajo el que se desenvuelve nuestro aparato productivo, hay que añadir el hundimiento de la participación del mercado de valores en la financiación externa del sector privado, que ha caído del 20 por 100 hace una década a poco más del 10 por 100 en la actualidad y el hecho, de profundas connotaciones negativas, del descenso en términos reales en un 28 por 100 entre 1978 y 1981 del ahorro bruto del sector privado, que determinan los condicionantes bajo los que operan el recurso al mercado de emisiones y el nivel de precios en el mercado bursátil.

I. LA ESTRUCTURA DEL MERCADO BURSATIL DE VALORES

El mercado bursátil español está organizado en base a cuatro Bolsas nacionales: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. La Bolsa de Madrid es la de mayor contratación, con el 70 por 100 aproximadamente del total, y la de Valencia, creada en 1980, la de menor volumen.

Todas ellas están enlazadas a través del «Servicio de Coordinación de las Bolsas Españolas», creado en 1974, al mismo tiempo que se organizaba un nuevo Sistema de Liquidación basado en la informática. En el campo operativo, el enlace de las Bolsas se produce a través de los propios Agentes y por operadores, bien por teléfono, o por télex, realizando operaciones de arbitraje que tienen como virtud principal equilibrar los cambios en las distintas Bolsas.

El marco jurídico que regula las transacciones bursátiles y la actuación de los Agentes de Bolsa lo constituye el Reglamento de 30 de junio de 1967, modificado con posterioridad por una serie de reales decretos y disposiciones complementarias a las que más tarde haremos referencia.

En cuanto al mercado en sí mismo, conviene dar algunos rasgos que pongan de manifiesto sus limitaciones actuales y el largo camino que queda por recorrer para que pueda cumplir con más intensidad la misión que tiene encomendada de asignación de recursos hacia inversiones rentables, financiación de los sectores público y privado y liquidez de las inversiones realizadas.

La Bolsa de Madrid tiene admitidas a cotización oficial 448 empresas, frente a 947 que tiene la Bolsa de París o 178 la de Milán. Pero esta cifra, más que aceptable a niveles internacionales, es ilusoria. En efecto, un 60 por 100 aproximadamente de la capitalización bursátil se concentra en diez empresas; un 65 por 100 del volumen de contratación en acciones durante 1982 se concentró en el sector bancario y en el sector eléctrico; solamente 150 sociedades cotizan sus acciones diariamente, mientras que el resto lo hacen mucho más esporádicamente, y de las 300 primeras sociedades españolas solamente 160 están admitidas a cotización oficial.

Naturalmente, este panorama no es imputable a los mercados bursátiles en sí, sino a situaciones de hecho en que se mueve nuestro aparato productivo. En efecto, nuestras empresas podríamos clasificarlas, en cuanto a su estructura de propiedad de capital, en las pequeñas y medianas, propiedad de una persona o grupo

familiar, y las de dimensión apropiada al mercado bursátil, entre las que unas tienen una participación muy importante de entidades bancarias y otras son propiedad de empresas multinacionales o del Estado. Solamente están en la cotización oficial aquéllas que tienen una determinada difusión de sus acciones que permite su contratación: son las que, con acertada terminología, los anglosajones denominan *public companies*.

Si analizamos la estructura de financiación de nuestras empresas, nos encontramos con el fuerte peso que las entidades de crédito tienen en la financiación externa del sector privado, casi un 80 por 100. El mercado de valores, que en 1974 suministró el 20 por 100 de la financiación externa del sector privado, ha pasado a algo más del 10 por 100 en 1982. Consecuencia de todo ello es que la relación fondos propios-fondos ajenos, ha ido disminuyendo a lo largo de estos últimos 10 años.

Esta estructura de financiación de la empresa española, y el retroceso experimentado por la par-

ticipación del mercado de valores, implica la utilización del crédito como principal recurso financiero. Por otro lado, nuestro sistema financiero se ha caracterizado siempre por una rigidez en la oferta de fondos a medio y largo plazo, de forma que la empresa se ha encontrado con dificultades para obtener recursos a medio y largo plazo, aún en épocas de relativa abundancia de dinero líquido. Sus consecuencias son evidentes: crecimiento del coste de financiación ajena en relación con la financiación propia, tasa de autofinanciación decreciente, etc. Estas circunstancias son aún más graves para la pequeña y mediana empresa, con un mayor riesgo económico y financiero y unos volúmenes de fondos propios reducidos. Además, no pueden utilizar —por su dimensión— el mercado de valores, por lo que su fuente principal de financiación ajena es el crédito a corto plazo y, consiguientemente, su situación financiera es muy vulnerable a todas las variaciones de la política monetaria y de los tipos de interés. No puede olvidarse que la evolución de la inversión, el

ahorro y el crédito, condicionan fuertemente el nivel de recurso de las empresas a los mercados de emisiones en estos últimos años.

El ahorro bruto del sector privado descendió en términos reales en un 2 por 100 entre 1978 y 1981 y el ahorro familiar no corrió mejor suerte, pues pasó del 8,6 por 100 del PIB como media del período 73/76 al 5,5 por 100 en el período 80/81. Todo ello condiciona de forma importante el recurso al mercado de emisiones y el nivel de precios en el mercado bursátil.

Las emisiones en el mercado de valores evolucionaron de forma desigual:

- Las de efectos públicos crecieron de forma casi constante a causa de las necesidades del sector público, triplicando su participación en el PIB entre el período 73/76 y 80/82, lo que ha contribuido a elevar los tipos de interés y a dificultar aún más la financiación de las empresas.

- En cuanto a las emisiones del sector privado, cayeron fuertemente entre 1977/1979 para recu-

CUADRO N.º 1

**CAPITAL TOTAL ADMITIDO A COTIZACION (Miles de millones de pesetas)
Cifras efectivas**

Años	Efectos Públicos	Bonos bancarios	Obligaciones	Acciones	Total
1973	283,8	54,3	226,2	1.767,4	2.331,6
1974	292,1	90,4	236,5	1.736,8	2.355,7
1975	291,0	168,8	245,6	1.979,4	2.684,8
1976	297,0	203,9	271,6	1.642,4	2.414,8
1977	260,9	223,9	313,3	1.290,2	2.088,3
1978	303,3	239,8	317,4	1.259,3	2.119,9
1979	314,8	235,9	350,2	1.153,1	2.054,0
1980	412,9	255,4	373,1	1.312,2	2.353,6
1981	523,7	309,6	418,2	1.625,3	2.876,8
1982	709,4	361,6	493,6	1.402,7	2.967,3
1983	732,9	410,1	577,3	1.701,8	3.422,2
% aumento 83/82	3,3	13,4	17,0	21,3	15,3

perarse algo a partir de 1980, pero sin llegar a los niveles de 1973/1976.

Las emisiones de acciones registraron un claro declive a lo largo de todo el período, en especial en 1982; pasaron del 1,8 por 100 del PIB en el período 73/76 al 0,8 por 100 en el período 80/82. Las de obligaciones, que suponían un 2 por 100 del PIB, cayeron hasta situarse en 1,3 por 100 en 1980, mientras que las emisiones de Bonos Bancarios han doblado su participación en el total de las emisiones de renta fija del sector privado.

En resumen, y por lo que se refiere a las empresas, la debilidad del ahorro les ha forzado a la cobertura de sus necesidades inversoras vía créditos interiores y exteriores y autofinanciación, disminuyendo la importancia relativa de las emisiones en valores de forma patente.

Lo anteriormente expuesto, aunque de una forma muy esquemática, introduce la problemática actual del mercado bursátil, y ya centrándonos en éste, quizá sea

conveniente situar nuestro mercado bursátil poniéndolo en relación con el de los países de la CEE, resaltando algunos datos que, tal vez, puedan parecer sorprendentes.

En relación con la capitalización bursátil, la Bolsa de Madrid ocupaba en 31 de Diciembre de 1982 el sexto lugar europeo, precedida solamente por las de Londres, Frankfurt, París, Zurich y Amsterdam. Consolidando la capitalización bursátil de las Bolsas españolas, nuestro país sería el quinto mercado europeo.

El volumen de contratación de la Bolsa de Madrid, que en 1975 era la mitad aproximadamente del de la de París, ha descendido notablemente en relación con las Bolsas europeas, pero, con todo, ocupa el séptimo lugar en Europa. El incremento del volumen de negociación fue espectacular en el período 1966/74, en que se multiplicó por 8, y que nos llevó a ser la quinta Bolsa europea. Sin embargo, si ponemos en relación el volumen de negociación con el de capitalización bursátil, aquél re-

presentó solamente, en 1982, el 10 por 100, que es un coeficiente muy bajo en comparación con las restantes Bolsas europeas, e indica que la contratación se polariza en relativamente pocos valores de los admitidos a cotización oficial, como hemos apuntado anteriormente.

La llamada Reforma del Mercado de Valores

Por O.M. de 4 de agosto de 1977, se creó una comisión para el estudio del mercado de valores, que elevó su informe al Vicepresidente para Asuntos Económicos el 12 de abril de 1978. Dicha comisión estudió en profundidad las características estructurales del mercado bursátil de valores, quizá influida por la especial coyuntura por la que entonces atravesaba el mercado bursátil. En efecto, desde abril de 1974, casi un año después de producirse la crisis económica como consecuencia de la subida espectacular de los precios del petróleo y unos 18 meses con posterioridad a las es-

CUADRO N.º 2

EMISIONES PRIVADAS NETAS CON APORTACION DE NUEVOS FONDOS

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Renta variable (sector no financiero)	88,3	93,0	105,9	97,0	72,9	92,9	108,4	100,2	132,7	116,0
Renta fija (sector no financiero)	58,6	57,5	78,6	110,0	115,5	78,7	80,7	93,7	86,9	139,8
Total sector no financiero	146,9	150,5	184,5	207,0	188,4	171,6	189,1	193,9	219,6	255,8
Renta fija (instituciones financieras)	55,1	55,8	54,9	44,4	23,6	12,4	-4,3	37,9	50,1	96,1
Renta variable (instituciones financieras)	34,5	44,0	57,2	49,7	24,2	29,5	21,7	45,7	42,2	61,7
Total sector financiero	89,6	99,8	112,1	94,1	47,8	41,9	17,4	83,6	92,3	157,8
Total general	236,5	250,3	296,6	301,1	236,2	213,5	206,5	277,5	311,9	413,6

Cifras en miles de millones de pesetas.

Fuente: Banco de España, Informe Anual y Boletín Estadístico.

CUADRO N.º 3

EMISIONES NETAS EN PORCENTAJE RESPECTO DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982(*)
Emisiones privadas	5,7	4,6	4,9	4,1	2,6	1,9	1,6	1,8	1,8	2,1
Emisiones públicas	0,2	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,8	0,7	0,9	1,0
Total de emisiones	5,9	4,7	5,0	4,3	3,0	2,4	2,4	2,5	2,7	3,1

(*) Estimación.

Fuente: Elaboración con datos de los cuadros 1 y 2 y del I.N.E.

pectaculares bajas de las Bolsas de Nueva York, Londres y París, comienza un descenso casi imparable de las cotizaciones de los valores en nuestras Bolsas, descenso que solamente se frena en 1981 y que ha ocasionado desde abril de 1974 a 31 de diciembre de 1980 una baja del 85 por 100 como promedio en la valoración de los títulos.

Los defectos estructurales evidentes y la preocupación coyuntural que existía condicionaron el informe de la comisión, que no obstante ha sido de gran utilidad para el legislador y ha delineado unas tendencias de actuación que nos han sido también de gran utilidad a los profesionales de la Bolsa.

Siguiendo las directrices del informe de la comisión, se han dictado una serie de disposiciones, como son el R.D. de 5 de septiembre de 1980, que crea las sociedades de contrapartida a las sociedades de cotización calificada; el R. D. de 13 de julio de 1981, por el que se modifica el Reglamento en relación con los boletines oficiales de cotización; el R.D. de 5 de septiembre de 1980, por el que se regula la información financiera de las entidades emisoras de títulos; el R.D. de 5 de septiembre de 1980 sobre ofertas públicas de adquisición; el

R.D. de 5 de septiembre de 1980, por el que se regulan las órdenes de compra-venta y el régimen de aplicaciones; la O.M. de 10 de abril de 1981 sobre regulación de crédito al mercado; la O.M. de 25 de septiembre de 1981, que modifica las normas de cotización calificada; las órdenes ministeriales de 17 de noviembre de 1981 y 26 de febrero de 1982, que desarrollan el R.D. sobre información financiera.

Este ingente cuadro de disposiciones, unido a las medidas tomadas por las Bolsas españolas, en cuanto a su modernización, captación y difusión de la información y creación de nuevos mercados, han configurado una nueva Bolsa, homologable perfectamente en su capacidad técnica y organización a cualquiera de las de nuestro entorno geográfico.

La información

La Bolsa de Madrid se esfuerza cada día en una política de transparencia informativa y divulgación, profundizando en su compromiso de acercar su actividad y las nuevas alternativas que ofrece a todos los ahorradores.

Este objetivo de popularización bursátil se está desarrollando en una doble vertiente:

Una mayor exigencia de información a las empresas con cotización en Bolsa, y su inmediato traslado a los inversores y la prensa.

Amplia mejora de la transparencia del propio mercado con ayuda de las diferentes publicaciones de la Bolsa, celebración de actos públicos y a través de los medios de comunicación social. En esta línea hay que situar la realización en 1982, por vez primera, de una campaña de publicidad, tendente a acercar al gran público los cambios en profundidad que se han operado en la actividad bursátil y las nuevas oportunidades que se ofrecen para el ahorrador.

Un aspecto muy interesante, y que es poco conocido, es el de las visitas de alumnos de colegios, de Institutos de Enseñanza Media y Universidad a la Bolsa de Madrid, visitas que han sido promocionadas y alentadas por esta Bolsa para la difusión entre la juventud del fenómeno bursátil. Así, del mes de febrero al mes de junio de 1983, visitaron la Bolsa de Madrid 3.077 alumnos, y esperamos que durante el curso 83-84 las visitas superen los 4.000 alumnos de los distintos grados de enseñanza.

La Bolsa cuenta hoy con un sistema de información totalmen-

te automatizado que permite disponer en tiempo real de los datos referidos a valores y sociedades admitidas a cotización en Bolsa. Asimismo, se han adecuado los sistemas para la mecanización de los nuevos mercados incorporados recientemente, como son los Pagarés del Tesoro y Pagarés de Empresa, en su doble vertiente de al vencimiento y pacto de recompra.

Además de haber participado desde su fase inicial en la promoción de Videotex, la Bolsa de Madrid se ha incorporado a la nueva tecnología sobre tratamiento de textos, que permitirá una total automatización de sus publicaciones.

Finalmente, la Bolsa dispone ya de un sistema de televisión para proyectar en el parquet todas aquellas informaciones que se generen a lo largo de la sesión reforzadas por las representaciones gráficas correspondientes.

El R.D. 1.847/1980, de 5 de septiembre, por el que se regula la información financiera de las entidades emisoras de títulos-valores que están, o pretenden estar, admitidos a cotización oficial, y las órdenes de 17 de noviembre de 1981 y 26 de febrero de 1982, que lo desarrollan, contienen la normativa a seguir por las entidades en materia de información, que se puede desglosar en:

- Información periódica a facilitar a las Bolsas en las que coticen sus valores.
- Información acerca de las operaciones financieras que realicen.

En cuanto a la normativa en sí misma, se puede asegurar que es suficientemente estricta. Las normas que rigen la información de

las empresas se corresponden con aquellas que en la CEE se irán exigiendo progresivamente. En España se encuentran en pleno vigor y, por consiguiente, con un mayor nivel de exigencia.

En concreto, y por lo que se refiere al contenido y difusión de los folletos de información que deben presentar las sociedades y demás entidades que pretenden poner en circulación títulos-valores y se comprometen a solicitar su admisión a cotización oficial, las juntas sindicales de las Bolsas autorizan el contenido de dicho folleto, así como toda clase de publicidad relativa a la operación financiera a que se refiera.

En los seis primeros meses de 1983 se han presentado ante la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid (entre completos, incompletos y reducidos) 105 folletos (45 en igual período de 1982).

En virtud del artículo 47 del Reglamento de las Bolsas de Comercio, las sociedades cuyos títulos estén admitidos a cotización oficial están obligadas a remitir anualmente a la Bolsa memoria, balance, cuenta de pérdidas y ganancias y aplicación de resultados de cada ejercicio, aprobados por el organismo social que corresponda y certificados por experto titulado superior.

Por incumplimiento de sus obligaciones respecto de los datos de 1981, la Junta Sindical suspendió el 15 de diciembre de 1982 la cotización oficial y contratación pública de los valores de 7 sociedades y, como quiera que éstas no subsanaron su falta, el 2 de marzo de 1983 se acordó la exclusión de la cotización de los valores de dichas sociedades.

El ya citado R.D. 1.847/1980 de 5 de septiembre, dispone en su

artículo 6.º, 3, que las entidades con cotización calificada deberán facilitar, además de la prescrita con carácter general, la información trimestral que en el mismo se establece.

A raíz de la publicación del citado R.D., se realizaron diversas reuniones entre las Bolsas españolas. Fruto de estas reuniones fue la elaboración de un cuestionario que se remitió a las sociedades con títulos-valores de cotización calificada, a fin de orientarlas en la información que debían facilitar a las Bolsas, al mismo tiempo que se normaliza en lo posible dicha información.

En cuanto al número de sociedades que han cumplido con la obligación de facilitar información, se ha venido ampliando con el transcurso del tiempo, y así, frente a 161 sociedades que cumplieron en el primer trimestre de 1981 (de las 258 que tenían que haber cumplido), hemos pasado en el cuarto trimestre de 1983 a recibir 223 informes (de las 278 sociedades que debían habérselo remitido).

El 23 de marzo de 1983, por falta de cumplimiento de sus obligaciones respecto a la información trimestral, se acordó suspender, a partir de esa fecha y hasta que se subsane la falta, la cotización oficial y contratación pública de los valores de 4 sociedades.

Organización de los Agentes de Bolsa

Los Agentes de Bolsa en España tienen un doble cometido: el de ser fedatarios públicos y, al mismo tiempo, mediadores en el tráfico mercantil. Esta actividad mediadora la realizan hasta ahora en forma individual o asociada, y a partir del R.D. 1.455/1982,

de 28 de mayo, en forma societaria.

El conjunto de los Agentes de Cambio y Bolsa componen un Colegio Profesional cuyo órgano rector, la Junta Sindical, es elegida en votación por los miembros del Colegio.

La actuación individual de los Agentes de Cambio y Bolsa ha acusado deficiencias en cuanto a su eficacia para la comercialización de los valores. Deficiencias ocasionadas por la necesidad ineludible de contar con organizaciones de una mayor dimensión en cuanto a medios personales, técnicos y de capital. Este fenómeno, que ya se puso de manifiesto en EE.UU. y Gran Bretaña a finales del siglo pasado, y que motivó la creación y desarrollo espectacular de las sociedades de *brokers*, se ha trasplantado con muchísimo retraso al Continente; así, en la Bolsa de París, hasta 1970 no se han permitido las Sociedades Anónimas de Agentes, y, con todo, en Gran Bretaña, la forma usual de funcionamiento de los *brokers* es la de sociedad comanditaria por acciones. En España se ha seguido una evolución parecida, aunque con mucho retraso. Primero se han autorizado las asociaciones de Agentes como unidades de profesionales, con posterioridad, por R.D. 1.455/1982, se regularon las Sociedades Anónimas de Agentes Mediadores, de forma que, en principio, solamente fueran socios Agentes de Bolsa y Corredores de Comercio, si bien la Disposición adicional 5.^a de dicho R.D. autoriza al Ministerio de Economía a permitir, por O.M., que el capital de dichas sociedades pueda ser también detentado por personas que no reúnan la condición de Agente Mediador. Hasta la fecha no se ha constituido ninguna de estas so-

ciudades. El motivo es claro: el bajo nivel de la negociación bursátil, que no propicia en estos momentos la creación de tales sociedades. La Bolsa de Madrid está estudiando en la actualidad medidas incentivadoras para que estas sociedades instrumentales puedan nacer y desarrollarse en cumplimiento de unas funciones que cada vez son más necesarias en el mercado de valores español.

II. SITUACION ACTUAL DE LA BOLSA

Indices de cotización

Dos son los datos que primeramente se observan para analizar la situación del mercado bursátil: Los índices de cotización y el volumen de contratación.

En cuanto a los primeros, es preciso decir, aunque sea brevemente, cómo se confeccionan. El índice de la Bolsa de Madrid más conocido toma como base el precio de las acciones a 31 de diciembre y está compuesto por 67 valores, ponderados en relación con el valor nominal del capital admitido a cotización oficial. Se tienen además en cuenta los dividendos satisfechos y el descuento de los derechos de suscripción, por su valor teórico, en el caso de ampliaciones de capital. Además se confecciona otro índice, con base 31 de diciembre de 1970, y el llamado índice largo, que recoge las variaciones experimentadas desde 1940.

El índice anual ha experimentado una baja continuada desde abril de 1974, como ya hemos comentado anteriormente, solamente detenida a partir de 1981. Tras un paréntesis en la segunda

mitad de 1982, el alza prosiguió en 1983, con un 18 por 100 de ganancia, y los dos primeros meses de 1984. Sólo entre enero y febrero de este año el porcentaje de revalorización del índice general es similar al del conjunto del año anterior.

Aunque se ha hablado mucho de la pérdida habida en los últimos 10 años, la realidad es que en Diciembre de 1973, la capitalización bursátil en acciones en la Bolsa de Madrid ascendía a 1.767.395 millones de pesetas admitidos a cotización en renta variable. En 1977 se habían convertido en 790.000 millones y en 31 de diciembre de 1982 en 650.000 millones, lo que representa una caída del 63 por 100 con respecto a 1973. Si estas cifras son ya en sí alarmantes, al considerar el efecto inflacionario llegamos a las siguientes conclusiones: los 1.767.395 millones de 1973, se convierten en 1977 en 387.519 millones (una baja del 78,1 por 100) y en el período 1977-1981 vuelven a perderse otros 220.000 millones, es decir, una caída del 43,2 por 100, para quedar en 1982 en unos 156.600 millones, habiéndose pues perdido el 91,14 por 100 desde 1973.

En 1983 ha habido una cierta recuperación del índice en la Bolsa de Madrid (casi del 20 por 100 como antes hemos dicho) que ha extrañado a muchos estudiosos del mercado bursátil por considerar la marcha de las cotizaciones anómala en cuanto a su relación con la situación actual de nuestra economía. Sin embargo, hay que hacer notar que esta subida se produce desde unos mínimos históricos que originaban una relación precio-ganancias excesivamente baja, no solamente en cuanto a su cifra absoluta, sino puesta en relación con ese mis-

mo ratio en cualquiera de las Bolsas internacionales. Por otro lado, no se puede olvidar que el año anterior, 1982, fue un año de permanente incertidumbre política que ocasionaba un incentivo a la desinversión. En este año, definida ya la política económica del Gobierno, la valoración de la situación real de nuestras empresas tiende a ser más objetiva y, a pesar de los altos tipos de interés que se están produciendo, las posibilidades de rentabilidad de la inversión en capital de riesgo, siempre que se haga una adecuada selección de los valores, pueden ser satisfactorias.

La contratación de acciones

Las emisiones de acciones en el mercado primario registraron un claro declive a lo largo de los últimos años, en especial en 1982. Pasaron de cerca del 2 por 100 del PIB en el período 1973-1976 al 0,8 por 100 en el período 1980-1982. En 1983 se produjo una recuperación importante de las ampliaciones de capital, que alcanzaron los 140.000 millones, frente a

93.000 en 1982, aunque no llegan a los niveles de 1981. Paralelamente a ello, el incremento de la contratación en acciones ha sido muy poco satisfactorio. En efecto, el volumen de contratación efectiva de acciones durante 1982 ascendió a la cifra de 125.316 millones de pesetas, con un incremento de aproximadamente un 5 por 100 con respecto al año anterior, mientras que el incremento de la cifra de contratación total de la Bolsa de Madrid, con respecto a aquel año, fue de un 30 por 100. En 1983, la contratación efectiva en acciones superó los 137.000 millones de pesetas, lo que supone un aumento del 9,5 por 100 y una participación del 33 por 100 del total contratado en la Bolsa de Madrid. Por tanto, se aprecia en ambos años un escaso incremento del volumen negociado en renta variable —en todo caso, por debajo de la inflación, lo que significa una disminución en términos reales—, mientras el resto de activos (renta fija) se muestran mucho más dinámicos y aumentan su peso en el total en los últimos años, pasando del 22 por 100 en 1975 al

60,5 por 100 en 1983. El claro descenso de las emisiones de acciones, puesto en relación con el pequeño incremento de su volumen de contratación en Bolsa, pone de manifiesto el grave problema que se plantea para la financiación de nuestras empresas, para la creación de nuevos puestos de trabajo y para la aplicación de nuevas tecnologías.

Nuestras empresas están necesitadas de unos mayores capitales de riesgo, puesto que esta fórmula de financiación es necesaria para realizar inversiones en nuevas tecnologías, en nuevas actividades y en nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, en todos los países se está notando un alejamiento del inversor de las inversiones en capital de riesgo, a causa, probablemente, de la crisis económica que asola a casi todos los países, así como a los altos niveles de los tipos de interés en todo el mundo.

Con esta preocupación, el Parlamento Europeo, en Septiembre de 1981, ha propuesto a los países representados en él la adopción de medidas incentivadoras

CUADRO N.º 4

INDICES BOLSA DE MADRID (Base: 31 de diciembre año anterior = 100)

	Indice General		
	Fin de año	Máximo	Mínimo
1973	113,60	131,52 (09-10)	103,38 (09-01)
1974	89,74	119,16 (23-04)	87,85 (12-11)
1975	104,22	110,96 (22-04)	91,85 (19-09)
1976	70,61	100,79 (07-05)	70,61 (30-12)
1977	67,68	102,37 (01-03)	62,92 (09-12)
1978	89,92	110,78 (09-05)	87,88 (17-03)
1979	84,22	111,86 (08-03)	80,60 (20-12)
1980	106,44	111,17 (16-09)	93,76 (13-05)
1981	124,86	146,13 (08-09)	100,46 (01-01)
1982	81,76	107,45 (09-02)	78,97 (15-12)
1983	117,97	129,14 (10-11)	98,32 (11-01)

CUADRO N.º 4 (Continuación)

INDICES BOLSA DE MADRID (Base: 31 de diciembre año anterior = 100)

Indices por sectores (fin de año)

	<i>Bancos Comerciales</i>	<i>Bancos Industriales</i>	<i>Eléctr.</i>	<i>Aliment.</i>	<i>Constr.</i>	<i>Inver.</i>	<i>Monop.</i>	<i>Sidero.</i>	<i>Químico Textil</i>	<i>Varios</i>
1973	126,67	112,18	92,40	106,14	127,13	139,09	121,13	111,07	113,10	108,54
1974	94,48	87,58	88,01	107,12	99,52	94,70	77,63	79,06	97,38	97,60
1975	115,62	105,90	91,90	90,92	114,89	97,74	89,66	89,68	128,49	102,23
1976	68,25	79,81	70,67	80,07	75,42	62,71	66,09	77,06	77,86	74,85
1977	66,53	61,48	82,91	65,07	59,76	53,58	74,49	68,26	59,57	63,75
1978	101,97	106,77	84,07	80,46	89,46	81,72	82,57	82,03	70,06	73,51
1979	88,51	74,43	101,25	91,93	75,46	83,14	84,44	56,07	63,45	78,27
1980	118,60	92,55	105,70	103,51	93,04	111,77	107,42	80,97	86,97	108,18
1981	140,55	126,81	107,93	109,76	127,56	122,92	228,34	116,68	114,68	97,73
1982	77,37	74,46	80,37	110,50	89,39	106,14	84,51	91,34	73,56	89,54
1983	109,75	97,58	82,85	145,30	124,36	135,64	123,12	240,28	218,28	157,05

de la inversión en capital variable, y los gobiernos de muchos países occidentales (Francia, Bélgica, Italia, Suecia, Canadá) han dictado medidas en este sentido.

Así, por ejemplo, en Francia, la Ley de 3 de enero de 1983 sobre el fomento de la inversión y la protección al ahorro, fomenta:

a) Las emisiones de obligaciones con bonos de suscripción de acciones y derecho preferente a los antiguos accionistas.

b) La emisión de acciones con dividendo preferente sin derecho a voto.

c) El pago de dividendos en acciones con tratamiento fiscal especial.

d) Creación de certificados de inversión.

e) Creación de títulos «participantes», que pueden ser emitidos por empresas públicas y sociedades cooperativas. Su retribución comprende una parte fija y una parte variable, según los resultados de la sociedad. No son reembolsables nada más que por iniciativa del emisor y dan dere-

cho de información como a un accionista normal.

f) La creación de la cuenta de valores mobiliarios dentro del patrimonio personal, con un tratamiento fiscal diferenciado.

En España tenemos una serie de incentivos para la inversión bursátil, con dudosos efectos positivos y con una diversidad de particularidades. La situación, que probablemente ya era gravosa para el Tesoro y estéril para el mercado, se ha agravado como consecuencia de la publicación de la ley de 29 de junio de 1983 de medidas urgentes en materia presupuestaria, financiera y tributaria, y, con anterioridad, el decreto-ley de 29 de diciembre de 1982 que, en el artículo 10, suprimió la desgravación del 15 por 100 en las compras de valores en el mercado bursátil, quedando solamente con el beneficio de la desgravación las compras efectuadas en el mercado primario, es decir, las suscripciones en emisión de títulos. Este artículo, cuyo propósito es loable, pero que parece desconocer el mecanismo bursátil y el trasvase que se efectúa entre

los denominados mercados primarios y secundarios, es, en efecto, distorsionador del mercado, como se ha puesto de manifiesto recientemente con las ampliaciones del Banco Central, Reunidas de Zaragoza e Hidrola, entre otras. En estas ampliaciones, ha sucedido la clara anomalía de que las acciones recién emitidas resultaban más caras suscritas comprando los derechos de suscripción correspondientes que las acciones ya cotizadas en el mercado, a pesar de que las primeras tienen menor dividendo y no pueden ser vendidas hasta pasados algunos meses desde la fecha de la emisión. El caso más espectacular ha sido el de Hidroeléctrica Española, en que las acciones nuevas llegaban a resultar un 22,16 por 100 más caras que las acciones viejas.

La distinción entre mercado primario y mercado secundario o bursátil es más didáctica que real. El mercado secundario o bursátil siempre determina el nivel de precios del mercado primario y, por tanto, una medida fiscal discriminatoria a favor del primero

ocasiona unos efectos que destruyen la finalidad que se persigue. Pero esto ocurre tanto en el mercado de renta variable como en el mercado de renta fija o fondos públicos. Si nos fijamos en una emisión de renta fija realizada a la par y con desgravación para el suscriptor de la misma, se dará el caso de que en muy pocos meses la cotización en Bolsa de este título será sensiblemente inferior al precio de emisión, lo que ocasionará el retrainimiento de los ahorradores para futuras emisiones.

El Mercado de Obligaciones y Bonos Bancarios

El mercado de renta fija sigue en una contratación muy reducida, si exceptuamos el de bonos bancarios. Durante 1982 la contratación de obligaciones permaneció prácticamente estacionaria con respecto al año anterior. El valor efectivo contratado en obligaciones en la Bolsa de Madrid fue de 1.975 millones de pesetas durante 1982 y 2.292 millones en 1983, un 1,1 y un 1,0 por 100 del total contratado en activos tradi-

cionales, lo que demuestra que este mercado continúa siendo muy estrecho y no acaba de salir de la depresión de los últimos años. En pesetas constantes de 1975, la contratación fue un 55 por 100 inferior a la de aquel año en 1982, y se mantuvo en un porcentaje similar en 1983. Este mercado, pues, no acaba de arrancar a unos volúmenes normales, a pesar de las medidas tomadas al efecto, como, por ejemplo, la creación de las sociedades de contrapartida. La razón es clara: 57,50 por 100 de las emisiones de obligaciones, en su mayoría, son pactadas entre emisor y suscriptor institucional, y por tanto, al no existir pluralidad de compradores, no existe mercado real.

Conviene hacer notar que las emisiones de obligaciones de las empresas eléctricas admitidas a cotización oficial representan el 72 por 100 del total de obligaciones admitidas a cotización.

En contraste con el mercado de obligaciones, está el brillante comportamiento del sector de los bonos bancarios, cuya contratación se incrementó en 1982 en casi un 50 por 100 con respecto al

año anterior, y un 29 por 100 en 1983, superando los 53.000 millones de pesetas. Varias son las causas que inciden en este destacado comportamiento de los bonos bancarios, como son la efectividad de la comercialización por parte de los bancos emisores, y los beneficios fiscales que tienen estos títulos, sobre todo en orden a las transmisiones *mortis causa* y en donaciones.

El Mercado de la Deuda Pública

El mercado de Deuda Pública recoge todas las emisiones del Estado, de las Comunidades Autónomas, Ayuntamientos y Diputaciones, emisiones del Instituto Nacional de Industria, RENFE, etc. Naturalmente, las emisiones más activas son las efectuadas por el Estado, y concretamente, las realizadas desde 1977 con tipos de interés cada vez más adecuados a las realidades financieras del momento. El mercado de Deuda Pública contrató durante 1982 10.149 millones de pesetas, con unas cifras parecidas a las del año anterior, pero en 1983 el despe-

CUADRO N.º 5

CONTRATACION EFECTIVA (Millones de pesetas)

Años	Efectos Públicos	Obligaciones	Bonos Bancarios	Acciones	Total
1973	7.098,8	1.793,8	4.491,1	86.680,3	100.064,0
1974	6.668,2	1.282,4	6.593,6	98.846,1	113.390,3
1975	9.662,7	1.439,6	11.466,7	79.901,0	102.470,4
1976	9.223,6	986,5	17.733,0	102.714,1	130.657,2
1977	5.283,5	1.072,0	25.670,9	42.347,3	74.373,7
1978	8.721,5	971,9	32.485,8	46.446,1	88.625,3
1979	10.681,0	2.005,7	36.035,8	61.560,5	110.283,0
1980	13.068,4	2.469,5	22.972,5	55.827,5	94.337,9
1981	12.286,2	1.982,2	27.703,7	117.954,7	159.924,8
1982	12.816,9	1.974,7	41.481,6	124.337,3	180.610,5
1983	28.121	2.292	53.380	137.240	221.033
% aumento 83/82	119%	16%	28,7%	9,0%	21,0%

que ha sido espectacular: se multiplicó por 2,1 el volumen negociado en el año precedente, totalizando 21.300 millones. Las emisiones de deuda de los últimos años, de elevado tipo de interés y corto plazo de amortización, han tenido una excelente acogida entre el público, y a ellas es debido la mayor parte del aumento de actividad del mercado.

El Mercado de los llamados «Nuevos Activos»

La Bolsa de Madrid (y con posterioridad las demás Bolsas españolas) vio con claridad la necesidad de abrir nuevos mercados no tradicionalmente bursátiles, con la finalidad de crear nuevos cauces a las necesidades de financiación de nuestra economía. Al mismo tiempo se daba respuesta a las tendencias, claramente observadas de los ahorradores, de invertir en activos a corto plazo, muy líquidos y seguros.

Los mercados creados con este objetivo se conocen ya con la denominación de mercado de «Nuevos Activos» y comprenden la contratación oficial de letras de cambio, Pagarés del Tesoro y Pagarés de Empresa.

Cada uno de estos activos responde a distintas modalidades u objetivos de financiación. Las letras son emitidas por los bancos y tienen como objetivo la refinanciación de operaciones activas. Los Pagarés del Tesoro son emitidos por el Tesoro y tienen como objetivo la financiación del déficit público. Por último, los Pagarés de Empresa son emitidos por empresas públicas o privadas para la financiación a corto plazo de sus necesidades de tesorería.

La apertura de estos nuevos mercados ha supuesto un esfuer-

zo de imaginación y tecnológico considerable, que ha puesto a prueba la moderna organización de la Bolsa de Madrid y de las demás Bolsas españolas, sobre todo si tenemos en cuenta la rapidez con que estos mercados han comenzado su funcionamiento.

El camino emprendido parece el acertado, como demuestran las cifras de contratación a que luego me referiré y los objetivos que cumple. Pero el camino no se agota con el mercado de estos tres activos ya en funcionamiento, y estamos en la búsqueda de nuevas modalidades que permitan ampliar las posibilidades de financiación de la economía española. En esta dirección se está trabajando, y acabamos de crear un nuevo mercado de pagarés bancarios que cumplimenta, amplía, y, en parte, sustituye al mercado de letras. Otro de los proyectos es ampliar la gama de los pagarés de empresas, facilitando el acceso a este mercado a las PYME, si bien para ello es necesaria una reforma del marco jurídico de las sociedades de garantía recíproca, de forma que se facilite la emisión de pagarés en una cuantía razonable para el mercado bursátil entre varias de estas empresas, y con las debidas garantías para el público inversor, garantías que siempre la Bolsa debe contemplar con suma atención.

Mercado de Letras

Las letras bursátiles, aparecidas en 1980, supusieron una importante ampliación del espectro de posibilidades de inversión en Bolsa. Una total seguridad en el cobro, una rentabilidad muy elevada, aunque variable, y la posibilidad de negociarlas en un mercado secundario que ha crecido rápidamente, las convierten en una

atractiva alternativa para muchos inversores.

El éxito de las letras en Bolsa ha sido espectacular. 10.000 millones en 1980, 40.000 millones en 1981, 57.000 millones en 1982. Sin embargo, la contratación en la segunda mitad del año 1982 fue marcadamente inferior a la de los primeros meses, apuntando una tendencia a la baja que se mantuvo en el primer semestre de 1983, período en el que la contratación fue en un 37 por 100 inferior a iguales meses de 1982.

Las causas de esta cierta atonía del mercado hay que buscarlas, primero, en las modificaciones fiscales de finales del año 82, que limitaron la rentabilidad de las letras en comparación con otros activos, hoy felizmente superadas como consecuencia de la Ley de medidas urgentes de carácter presupuestario y por la Ley de presupuestos para el año 1983, y en el fuerte descenso de las operaciones realizadas por la banca nacional, como consecuencia principalmente, de la práctica retirada del mercado del Banco Urquijo, que era el más activo de todos los bancos en este mercado, y que durante 1982 emitió 18.957 millones en letras, que representó el 33,3 por 100 del total emitido.

La banca extranjera se mantuvo más activa hasta julio del 83, superando incluso en operaciones a los bancos españoles. Aún así, la contratación de la banca extranjera descendió en un 9,5 por 100 en dicho período.

A finales del primer semestre de 1983 era apreciable una cierta recuperación del mercado de letras, aparentemente repuesto por la negativa incidencia fiscal de meses anteriores. Sin embargo, acontecimientos posteriores vinieron a frustrar esta tendencia.

En el verano de 1983 el Banco de España prohibió la emisión de letras, entre otros activos cuasimonetarios, a fin de evitar que su fuerte tasa de expansión impidiera la consecución de los objetivos de crecimiento de la liquidez, en sentido amplio, del sistema (ALP). El mercado bursátil de letras quedó limitado a las transacciones del mercado secundario, que venía a representar un 10 por 100, aproximadamente, del total. Las cifras de contratación cayeron en picado: frente a una media mensual de 2.368 millones en el período enero-julio, se pasó a 274 millones en agosto-diciembre.

Pagarés del Tesoro

Los Pagarés del Tesoro, negociables en Bolsa desde mayo de 1982, han confirmado en 1983 el rápido éxito alcanzado el año anterior. Son una forma de deuda pública a corto plazo (seis meses o un año) emitida con la garantía del Estado y adjudicada por un sistema de subasta. Los Pagarés del Tesoro no rinden un interés, sino que funcionan con un sistema de descuento, al igual que las letras y los Pagarés de Empresa. Su nominal es de un millón y de quinientas mil pesetas.

Hay tres tipos de Pagarés del Tesoro:

- Los que se materializan en anotaciones en cuenta en el Banco de España, a los que sólo tienen acceso los intermediarios financieros y las entidades delegadas del Banco de España.

- Los títulos no fungibles, para los que no existe mercado secundario, aunque pueden transmitirse entre particulares mediante endoso.

- Los títulos fungibles, negociables en Bolsa.

En Bolsa, las operaciones con Pagarés del Tesoro pueden ser de dos tipos:

- Al vencimiento, en las que el vendedor transfiere los títulos al comprador sin compromiso alguno por su parte.

- Con pacto de recompra, con el compromiso entre ambos de deshacer la operación a un precio y fecha determinados. La cantidad mínima para realizar estas operaciones es de 10 millones de pesetas.

La corta experiencia de los Pagarés del Tesoro en Bolsa basta para configurarlos como una de las inversiones más atractivas y con mejor futuro del entorno bursátil.

Desde el punto de vista del ahorrador, proporcionan una elevada rentabilidad, una adecuada liquidez gracias al mercado secundario y una total seguridad, al ser su garantía la del Estado.

Desde el punto de vista del Tesoro, la financiación del déficit mediante deuda a corto resulta menos inflacionista que el recurso al Banco de España, por lo que, en los presupuestos de 1983, se aumentó sustancialmente la emisión de Pagarés, hasta los 650.000 millones de pesetas.

Todo ello permite pensar, por tanto, en un brillante porvenir en Bolsa para este tipo de activo, como parece confirmar la excelente marcha del mercado en el último trimestre de 1983 (55.000 millones) y dos primeros meses de 1984 (50.000 millones). La tendencia de aumento de la contratación apuntada en mayo de 1983 se mantuvo hasta septiembre, y se disparó en los tres últimos me-

ses: 11.000, 18.000 y 26.000 millones para octubre, noviembre y diciembre, respectivamente, frente a 3.220 como media de los tres trimestres anteriores. Con ello, la contratación total en el año se situó en nada menos que 84.000 millones, una cuarta parte del total negociado en la Bolsa de Madrid.

En cuanto a los tipos de descuento practicado, evolucionaron al alza durante el año, y llegaron a superar el 14 por 100 en los últimos meses. El escaso diferencial respecto a los tipos de Pagarés de Empresa y letras, en ese período, podría ser una de las causas del formidable crecimiento del mercado, al encontrar los inversores escasos incentivos para adquirir estos últimos activos en lugar de Pagarés del Tesoro.

En los primeros meses de 1984 continúa esta tendencia, con los Pagarés del Tesoro contratando ampliamente por encima de las acciones. Las masivas emisiones previstas y la adquisición de una cartera propia, por parte del Banco de España, a fin de poner en práctica una política monetaria de *open-market*, permiten pensar en la consolidación del mercado de Pagarés del Tesoro como uno de los de mayor cuota del total del mercado bursátil.

Otro hecho destacable en 1983 es la consolidación de la preeminencia de las operaciones con pacto de recompra respecto a las realizadas a vencimiento. La modalidad de recompra absorbió un 81,4 por 100 del total de negociación con Pagarés del Tesoro, frente a un 72,3 por 100 en 1982. Este fenómeno tuvo una especial intensidad en los últimos meses de 1983, en los cuales las operaciones con recompra fueron responsables de casi la totalidad del

fuerte aumento del volumen contratado.

Es especialmente importante hacer alguna consideración sobre las operaciones con pacto de recompra.

Este tipo de operaciones era prácticamente desconocido en los usos bursátiles españoles, por ser una modalidad típicamente anglosajona. Guarda alguna similitud con las denominadas operaciones de dobles, practicadas ya desde el siglo pasado en nuestras Bolsas como una modalidad de operaciones a plazo. Sin embargo, las operaciones con pacto de recompra, teñidas del pragmatismo financiero y mercantil de los países anglosajones, suponen una modalidad extremadamente simple, ágil y comprensible. Realmente, la finalidad última del sistema financiero es la transformación de los plazos de los fondos ahorrados, y esta última «ratio» se consigue plenamente con este tipo de operaciones, que han comenzado a realizarse por primera vez en nuestra historia bursátil en la Bolsa de Madrid, en la segunda mitad de 1982 con los Pagarés del Tesoro, y que en la actualidad estamos estudiando extenderlas a otros activos.

Esta operatoria es la idónea para ser realizada en cuantías importantes para la colocación a corto plazo de esos fondos, lo que permite, principalmente, a las empresas la rentabilización de su tesorería, hasta el momento de su necesaria disposición.

Se han oído críticas a este mercado en el sentido de que permite la colocación de fondos no dirigida directamente al emisor. Pero los que hacen esta crítica desconocen el mecanismo de este tipo de operaciones. Cuanto mayor sea el volumen de las opera-

ciones en esta modalidad, forzosamente ha de ser mayor el importe de las colocaciones directamente al Tesoro como emisor, y ello porque toda operación con pacto de recompra precisa de un tenedor de títulos dispuesto a hacer la operación.

Pagarés de Empresa

Hace ya algún tiempo, a finales del año 1982, la Bolsa de Madrid estaba en la idea de organizar un mercado de pagarés emitidos por las empresas españolas, con ánimo de facilitar, en la medida que su colaboración lo hiciera posible, una diversificación en la financiación de nuestras empresas, pensada para la obtención de fondos a corto plazo, y al mismo tiempo un activo más para poder ofrecer al público inversor con plazos cortos, que al parecer es por donde se decantan en la actual coyuntura los deseos de los inversores, adecuados tipos de interés y razonable seguridad.

La aparición de los Pagarés del Tesoro, dirigidos al público inversor, aconsejó posponer la inauguración de este mercado. Poco antes del verano, esta idea de la Bolsa de Madrid era completada por varias entidades bancarias que realmente son las que firmaron el contrato de adhesión en la Bolsa de Madrid. Con la colaboración de estas entidades y sus asesorías jurídicas, el interés que desde un primer momento mostró el Midlandbank y ENHER y la asesoría jurídica de la Bolsa de Madrid, así como sus servicios de organización, completaron el marco jurídico. Aunque en efecto, todo está inventado y no se trata de un instrumento desconocido, es preciso poner de manifiesto que en este caso sí ha habido algo de

innovación. Innovación que ha sido necesaria a la vista de los pocos activos a corto plazo que se utilizan en nuestro país.³ Innovación porque el modelo más conocido el *commercial paper* americano nos puede dar las líneas generales a seguir, pero no las concretas a desarrollar, y ello no solamente por la diferente dimensión de los mercados, sino también por sus diferentes peculiaridades jurídicas. Innovación, en fin, porque aunque en nuestra patria el pagaré ya viene regulado nada menos que en el siglo pasado, en el Código de Comercio de 1885, sin embargo había caído en desuso, y en la actualidad sólo algunas empresas hacían algunas emisiones con características jurídicas un tanto discutibles. Esta necesidad de innovar o «españolizar» si se me permite el término, es una labor más imaginativa de lo que parece y sus resultados, que espero que sean buenos, nos dirán dentro de poco tiempo si hemos acertado en la innovación o habrá que rectificar algo de lo hasta ahora elaborado.

Los Pagarés de Empresa son un compromiso de pago no hipotecario del emisor con respecto al tenedor, emitidos a un período de vencimiento fijo.

En Estados Unidos, por ejemplo, por problemas jurídico-administrativos de la SEC, como la necesidad de cumplimentar un folleto de emisión y estar sometidas esta clase de operaciones a un registro especial cuando el plazo supera los 270 días, la mayor parte de pagarés son emitidos a plazo inferior a dicho número de días. De hecho, la cuantía más importante se emite a 30-60 días, y hoy el plazo se está reduciendo.

En nuestro país el plazo no es especialmente ventajoso, pues el

coste fiscal hace que sea necesario, para abaratar la operación, emitir entre los seis meses y el año. En Estados Unidos el plazo puede ser menor porque no tiene impuestos indirectos para operaciones financieras y, al no tener necesidad de asumir este coste, pueden emitir al plazo que más les conviene.

Los pagarés son títulos a la orden, y su forma habitual de colocación es el descuento sobre el importe del nominal del pagaré a su vencimiento.

Quizá la principal ventaja de este activo sea su bajo coste de intermediación y, por tanto, la aproximación de tipos activos y pasivos con un diferencial muy bajo. Esto permite reducir el coste para el emisor con una rentabilidad muy elevada para el tomador o suscriptor.

En España, por todos los conceptos, se calcula por debajo de 1,5 puntos, lo que asegura una financiación muy barata.

Cuando bajan los tipos de interés, ello se refleja rápidamente en los tipos de los Pagarés de Empresa, mucho más rápidamente que en el crédito bancario.

En momentos de escasez de fondos, es una buena fórmula de financiación alternativa que permite a las empresas independizarse del crédito bancario y de los vaiveres de liquidez del sistema financiero.

Es un instrumento adecuado para responder a las necesidades de financiación de circulante de las entidades emisoras. Por eso, lo normal es que sea utilizado por compañías financieras o comerciales con necesidad permanente de financiar circulante, pero también puede realizarse una emisión de pagarés como medio de

obtener una financiación puente cuando las condiciones del mercado no sean las más adecuadas para establecer compromisos a largo plazo.

La garantía del pagaré, pues, es la de su emisor y, por tanto, el riesgo es su riesgo. Ello hace que, en comparación con los Pagarés del Tesoro, garantizados por el Estado, los Pagarés de Empresa ofrezcan una rentabilidad mayor que compensa el riesgo.

En cuanto a los volúmenes de contratación, los Pagarés de Empresa alcanzaron 20.267 millones en 1983, frente a 4.271 en 1982. Este aumento, sin embargo, es más aparente que real, ya que, al haberse creado este mercado en octubre de 1982, las comparaciones deben establecerse en términos de media mensual: 1.689 millones en 1983, frente a 1.423 en el año anterior, es decir, sólo un 18,7 por 100 de aumento, claramente inferior a lo que cabía esperar de un mercado en fase de expansión. Al igual que en los Pagarés del Tesoro, sin embargo, el análisis de la evolución por meses refleja una tendencia al alza en los últimos meses del año, tras los bajos niveles del período febrero-septiembre, excepción hecha del mes de junio. El total contratado durante el año supone un 6 por 100 del total del mercado bursátil y un 16 por 100 del de nuevos activos.

En la actualidad, las empresas que han emitido pagarés en Bolsa son RENFE, ENHER, Telefónica, Iberia, Unión Eléctrica-Fenosa, General Motors y ENPETROL. RENFE contrató un 33 por 100 del total, seguida por ENHER (22 por 100). En cuanto a los bancos, Midlandbank canalizó un 44 por 100 de las operaciones.

Casi la totalidad de las opera-

ciones — más del 94 por 100 — se realizaron a vencimiento, y sólo algo más de 1.000 millones con pacto de recompra, modalidad especialmente poco operante en la segunda mitad del año. La relativa estrechez y heterogeneidad del mercado y, en consecuencia, la dificultad de casar operaciones de compra y venta a plazos y tipos de descuento iguales podría ser la causa principal de este fenómeno, que fuerza a los inversores a negociar los pagarés al vencimiento y confiar en su liquidez en el mercado secundario.

Los tipos de descuento oscilaron entre el 13 y el 14 por 100 como tipos más usuales, con tendencia al alza a lo largo del año, y en especial en el último trimestre, lo que posiblemente dio a este mercado un mayor atractivo y favoreció un ambiente más activo; aunque la competencia de los Pagarés del Tesoro, en fase de espectacular ascenso, impidió una mejora de las cifras de contratación de mayor entidad.

Por último, hay que destacar la incorporación de cuatro nuevas empresas emisoras en 1983: Telefónica, Iberia, Unión Eléctrica-Fenosa y ENPETROL. Cabe esperar que el proceso continúe: la financiación a través de pagarés ofrece considerables ventajas a las grandes empresas, especialmente en las circunstancias actuales, y es una modalidad ampliamente extendida en otros países con mercados financieros más desarrollados.

En la configuración actual de la contratación de los Pagarés de Empresa, es preciso un crédito subsidiario por parte de un banco agente. Ello supone, en algunos casos, dificultades para la emisión de estos pagarés a algunas empresas. Por otro lado, se

observa, como antes hemos dicho, la ausencia de operaciones con pacto de recompra, motivada, sin duda, por el planteamiento jurídico que actualmente configura este mercado. Estos dos problemas están actualmente en estudio, al objeto de remover los obstáculos que impiden una mayor agilización a estos activos.

El crédito al Mercado

La Orden Ministerial de 21 de abril de 1981 introduce la novedad más importante en el mercado bursátil español desde 1940.

El comienzo de la operatoria con crédito de dinero al comprador o de títulos al vendedor supone una medida racional, esperada desde hace mucho tiempo y completamente necesaria para el ensanchamiento y estabilidad del mercado de valores.

La operatoria de contado es la única que ha existido en nuestras Bolsas en los últimos cuarenta años, a diferencia de todas las Bolsas importantes que, o bien contaban con operaciones a plazo o con sistemas de crédito, pero en las que la operatoria de contado era solamente una modalidad más.

La existencia de un único mercado de contado en nuestras Bolsas ocasionaba una gran distorsión en la evolución de los precios o cotizaciones. El mercado se movía por impulsos alcistas o bajistas acumulativos, sin que existiera ningún mecanismo técnico corrector o suavizador de las tendencias, y sin que el inversor pudiera en ningún momento tomar posiciones de futuro ante el análisis de la coyuntura. Sin embargo, operadores avispados, amparados en los problemas de liqui-

dación con anterioridad a 1974, hacían auténticas operaciones de futuro ilegales, con la simple utilización de las demoras en la liquidación de los títulos. Así se producían compras de contado que se pagaban con uno o más meses de retraso, o ventas en descubierto, ilegales, que se liquidaban con compras antes de su liquidación, produciéndose así una espiral de retrasos que amenazaba gravemente al sistema bursátil. La situación, además de peligrosa, era irritante, porque esta práctica era utilizada por los asiduos al mercado, conocedores de toda su mecánica, y no podía ser utilizada, por no ser conocida, por la inmensa mayoría del público ni por los que querían operar dentro de la legalidad vigente. El decreto de 25 de abril de 1974 estableció un nuevo Sistema de Liquidación y Compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios, llamado Nuevo Sistema de Liquidación. Este sistema, que en sus primeros momentos contó con numerosos detractores, está basado en el principio de la fungibilidad de los títulos y en el uso de la informática para su funcionamiento. Al mismo tiempo, se pusieron en marcha sistemas para la liquidación puntual de los títulos nominativos y se perfeccionó la de los derechos de suscripción. A partir de ese momento, el mercado de contado operó como tal, haciéndose imposibles las corruptelas practicadas al amparo de las demoras en la liquidación.

Es, pues, el Nuevo Sistema de Liquidación el instrumento técnico que permite una liquidación puntual de las operaciones bursátiles y posibilita la implantación de las operaciones a plazo, o a crédito. No obstante, tienen que transcurrir todavía siete años antes de

que las autoridades económicas decidan la implantación de estas operaciones.

Muchas son las razones que han tenido el legislador para introducir el sistema de crédito, razones que han sido puestas de relieve, en numerosas ocasiones, por la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid.

Entre ellas podemos destacar:

1.º Razones de economía legislativa, pues al estar basado el sistema en un mercado único de contado, solamente era preciso una O.M. que introdujera un sistema de crédito que potenciara el mercado de contado ya existente. Parecía, además, una extraña paradoja que el crédito, presente en todas las actividades económicas y comerciales, no lo estuviera en el mercado financiero por excelencia.

2.º Razones de economía de costos, pues la implantación del sistema tradicional, con su multitud de variantes operativas y la complejidad de las posiciones, produciría enormes dificultades para su tratamiento informático, sobre todo en orden a procesar pocas operaciones en cada una de las variantes posibles, y con cambio de contado y de plazo.

3.º Razones derivadas de la evolución histórica de nuestro sistema financiero. En efecto, nace el plazo en nuestras Bolsas en 1831.

En aquella época nuestro sistema financiero estaba en sus inicios, y el sistema crediticio, muy rudimentario y escaso, era poco utilizado y llegaba a muy pocos sectores productivos. La Bolsa española adaptó el sistema francés, con un modelo operativo que se autofinanciaba a sí mismo, sin necesitar, por tanto, una corriente

financiera externa a la propia operatoria bursátil. Quedaba, con ese sistema, la Bolsa en un compartimento estanco desconectado de todo el resto del sistema financiero. Las fuertes oscilaciones de los tipos de interés, a partir de la década de los sesenta, inducen a pensar que es una necesidad ineludible la conexión de todos los mercados, y, sin duda, el sistema de crédito bursátil enlaza a las Bolsas con el resto del sistema financiero, formando así un conjunto armónico.

4.º Razones técnicas de mercado. En la operatoria del plazo tradicional es imprescindible que las posiciones de compra y venta a plazo coincidan. Es decir, quien quiere comprar un valor a plazo debe encontrar en el mercado a alguien que quiera vender, también a plazo, esos mismos títulos. Esta condición *sine qua non*, derivada de la exigencia de otra relación bilateral exactamente contrapuesta para la formación de los cambios, lleva consigo una limitación lógica a su expansión. O la inmensa mayoría de los operadores se inclinan por realizar operaciones a plazo, como ocurre en la Bolsa de París, tomando el contado una importancia relativa mínima, o el mercado a plazo queda circunscrito a una operatoria de iniciados, sin implantación real en el mercado y sin contribuir a la estabilidad de los cambios ni al ensanchamiento de la base operativa del mismo.

Realmente, el sistema de operaciones bursátiles con crédito es muy similar al sistema practicado en las Bolsas anglosajonas y en las japonesas, con la denominación conocida del *margin* y las *short sales*.

La negociación por el sistema de *crédito al mercado* en 1983

aumentó, respecto al año anterior, un 81 por 100 en compras, y sólo muy ligeramente en ventas, lo que es normal al comparar un año alcista, como 1983, con otro de caída de los cambios. En todo el año se alcanzaron los 2.069 millones en compras y 753 en ventas, que, aunque suponen un aumento, se mantienen en un discreto 2,5 por 100, aproximadamente, del total de contratación de los valores incluidos en el crédito. No prosperó excesivamente, pues, esta operatoria en 1983, quizá porque no ha encontrado entre los inversores la difusión y aceptación precisas. Además, el elevado nivel de los tipos de interés bancarios en el corto plazo habrá contribuido a desalentar a los posibles usuarios de esta fórmula, reacios a pagar tan alto coste por el dinero o los títulos recibidos en préstamo.

Se incorporaron durante 1983 siete nuevos valores — todos ellos acciones — a la gama de títulos negociables mediante el sistema de crédito al mercado, que hacen un total de 28. De ellos, los más activos fueron Explosivos (con un 30 por 100 de sus operaciones realizadas con crédito) y Telefónica (3 por 100), con medias mensuales por encima de 30 millones, y Dragados (9 por 100) y CEPSA (4 por 100) en ventas.

Por meses, los periodos de mayor volumen de compras coinciden con los momentos de más clara tendencia alcista en los cambios: marzo, mayo y octubre-noviembre.

No puedo ocultar que las cifras de contratación en esta modalidad no responden a las esperanzas puestas en este sistema. Su flexibilidad, su racionalidad y la experiencia extranjera parecían indicar que la contratación con cré-

dito alcanzaría volúmenes considerables al poco tiempo de su implantación y difusión. Varias pueden ser las causas, como la poca aceptación por las entidades bancarias de este tipo de operatoria y la escasez en la difusión de sus posibilidades. Sin embargo, llama la atención que instituciones financieras no bancarias, como Compañías de Seguros, Sociedades y Fondos de Inversión, etc., prácticamente no estén utilizando este sistema.

Las formas de contratación

En todas las Bolsas importantes del mundo, la contratación se efectúa de viva voz entre los agentes o *brokers* autorizados para realizar las transacciones en el Parquet. No obstante, hay dos diferencias características de contratación. La primera de ellas deriva de la existencia de distintos tipos de operadores, con distintas funciones, como ocurre en las Bolsas de Nueva York, Londres y Tokio, en las que existen los *brokers* y los *specialists*, y los *jobbers* en la Bolsa de Londres, con funciones marcadamente diferenciadas entre los primeros — que tienen clientela propia — y los segundos, que son una especie de mayoristas de títulos, o intermediarios entre las entidades emisoras y el mercado bursátil y que no pueden tener clientela propia.

En las Bolsas continentales europeas, el sistema es el de contratación entre los *brokers* o agentes autorizados, sin que exista ninguna otra figura en la contratación.

La otra diferencia característica de unos y otros mercados es el tiempo de organización de la contratación. En las Bolsas de Francia, Bélgica, Italia y España,

la contratación se organiza en los denominados «corros», de duración predeterminada oficialmente, mientras que en las restantes Bolsas, la contratación se efectúa de forma continuada a lo largo de la sesión.

Parece que se va imponiendo la forma de contratación continuada, como fórmula más eficaz, y que posibilita un mejor acceso al mercado por parte de instituciones y ahorradores en general. La Bolsa de París va a implantar este sistema.

En España, el R.D. de 13 de julio de 1981 modificó el artículo 142 del reglamento, estableciendo la posibilidad de poder implantar la contratación continuada en nuestras Bolsas.

La implantación de este sistema en nuestras Bolsas es muy problemática. Tres son los problemas básicos que la dificultan:

1.º El bajo nivel de contratación, pues no hay que olvidar que los «corros» en la Bolsa de Madrid tienen una duración actualmente de 10 minutos, y en casi todos los valores este tiempo es más que suficiente para su contratación fluida.

2.º Los hábitos del público inversor, que no está acostumbrado a conocer una pluralidad de cambios de un valor concreto, y que, cuando se produce, tiene ciertas suspicacias si no coincide con el cambio de cierre, que es el que publica la prensa en nuestro país.

3.º La implantación de una contratación continuada supone la implantación de medios técnicos costosos, que en los actuales niveles de contratación se pueden justificar con mucha dificultad.

Con todo, la Bolsa de Madrid

está estudiando la posibilidad de su implantación a título experimental, solamente con 3 ó 4 valores de los de mayor volumen de contratación. Confiamos que en 1984 esta idea puede convertirse en realidad.

III. FUTURO DE LA BOLSA DE VALORES

Problemática que plantean los Estatutos de las Comunidades Autónomas

Como hemos visto al principio, el mercado bursátil español descansa en la existencia de cuatro Bolsas nacionales, número que es, evidentemente, excesivo para las necesidades de nuestro país y para el volumen de operaciones, tanto en relación con el actual como respecto al previsible para la próxima década. Ello se traduce en unos excesivos costos de negociación y liquidación y en la existencia de mercados poco «eficientes», en los que la formación del precio queda desvirtuada por la escasa cantidad de títulos negociados.

Pero los Estatutos de las Comunidades Autónomas introducen nuevos aspectos de incertidumbre sobre cómo va a quedar configurado para el futuro el mercado bursátil español.

El artículo 10 del Estatuto para el País Vasco, el artículo 9.º del de Cataluña, el artículo 27 del de Galicia, el artículo 13 del de Andalucía, el artículo 31 del de Valencia, el artículo 44 de la Ley de Reintegración y Amejoramiento del Régimen Foral de Navarra y el artículo 34 del Estatuto de Canarias, atribuyen específicamente la competencia exclusiva, en

materias referentes al establecimiento y regulación u ordenación de centros de contratación de valores, a las respectivas Comunidades Autónomas. En todos estos supuestos, la regulación específica se ajustará a la legislación mercantil dictada por el Estado, salvo en el caso de Canarias, cuya competencia se contrae únicamente a la ejecución de la legislación estatal. Debe hacerse notar, por otra parte, que, al no fijarse número concreto de centros, ni la calidad o cualidad de los mismos, podría darse el caso de existir más de una Bolsa en una Comunidad Autónoma y, aún dentro de la misma, varias Bolsas o mercados con diferentes categorías y cometidos, o la coexistencia de Bolsas Nacionales — las ya existentes — creadas por el Estado, con Bolsas creadas por la Comunidad Autónoma.

Existen otros Estatutos que dan a la Comunidad una atribución genérica de «mercados interiores», que evoca, en materia bursátil, la referencia a mercados regionales o locales de valores, al estilo de los Bolsines regulados por el Decreto de 6 de junio de 1969. Este es el caso de Asturias, Cantabria, Rioja, Murcia, Aragón, Castilla-La Mancha, Islas Baleares, Extremadura y Castilla-León.

Un caso singular, y que no presenta duda alguna, lo constituye el Estatuto de Autonomía de Madrid, de 25 de febrero de 1983, en el cual no se incluye referencia alguna a los términos Bolsa, mercados interiores ni cualquier otro similar. Parece como si el legislador reconociese de hecho la existencia de una sola Bolsa Nacional.

Este confusionismo legislativo puede poner en peligro la unidad del mercado bursátil, e incluso su existencia como tal, como conse-

cuencia de una fragmentación excesiva.

Conviene recordar que desde 1925 no se ha creado ninguna Bolsa nueva en ningún país desarrollado que ya contara con alguna, excepto en 1980 en España, que se creó la de Valencia. El proceso ha sido exactamente el inverso. Desde la Segunda Guerra Mundial han desaparecido varias en Alemania, Italia, Francia y Gran Bretaña, y en otros países se han fusionado algunas de las previamente existentes.

En Francia, la Ley de 29 de Julio de 1961 creó la llamada «unidad de cotización», en virtud de la cual un valor no puede ser cotizado más que en una Bolsa, con lo que las Bolsas provinciales o locales se convirtieron en algo parecido a nuestros Bolsines. Posteriormente, en 1967, se suprimió la Bolsa de Toulouse.

En Gran Bretaña, a partir de 1973, todas las Bolsas del Reino Unido se refundieron en un organismo único bajo los estatutos de la Bolsa de Londres, y los *parquets* locales se enlazaron con esta última por modernos sistemas de comunicación y por las sociedades de *brokers* que operan en todos los *parquets*. Podría decirse que ahora en Gran Bretaña, existe una Bolsa única, la de Londres, con varios *parquets*.

En Italia, la Bolsa de Milán trata el 80 por 100 del volumen total. Las demás Bolsas son insignificantes y la de Roma pierde importancia relativa año tras año.

En EE.UU. existen 14 Bolsas, pero el NYSE contrató en 1982 el 84 por 100 de las transacciones bursátiles sobre valores admitidos a cotización oficial. En 1950 ese porcentaje era del 60 por 100. Las restantes Bolsas se están especializando en valores locales, futu-

ros, opciones, etc. La tendencia a la creación de un mercado centralizado, ha hecho que el NYSE, creara la ITS (*Intermarket Trading System*) el 17 de abril de 1978, al que ya están afiliadas todas las Bolsas oficiales norteamericanas, en una integración que, aunque paulatina, es inexorable y está impulsada por las sociedades de *brokers* que actúan en varias Bolsas simultáneamente.

La teoría bursátil nos dice que la eficacia y transparencia de un mercado requiere la condición de la concentración de órdenes en el mismo. Parece que no ofrece dudas que la fragmentación del mercado en pequeños centros de contratación, distorsiona el mecanismo de formación de los precios, debilita la liquidez de los mercados e introduce un confusiónismo en los cambios que desorienta al inversor. En este mismo sentido se pronunció el Comité de Mercados Financieros de la OCDE en su informe de mayo de 1976, y en numerosas ocasiones la Federación Internacional de Bolsas.

Parecería lógico que, en el futuro, el mercado bursátil estuviera organizado bajo las cuatro Bolsas ya existentes, para mantener el

statu quo actual, y los mercados que pudieran crearse en las demás Comunidades Autónomas tuvieran el carácter de locales, como medio de canalizar el ahorro de la Comunidad a empresas de su ámbito. Si ello no fuera posible, habrá que permitir a las empresas emisoras la elección de la Bolsa en la cual desean cotizar sus valores, en una solución parecida a la adoptada en Francia.

Las tendencias de la inversión bursátil

Parece claro, como hemos indicado anteriormente, que las tendencias del inversor se dirigen principalmente hacia activos a corto plazo con un alto grado de seguridad y liquidez inmediata. Esta tendencia es absolutamente normal en una época de altos tipos de interés y con graves incertidumbres en cuanto al desarrollo económico-financiero de nuestras grandes empresas. No obstante, esta preferencia debe de ser, lógicamente, meramente coyuntural, aunque pueda durar un tiempo dilatado.

Entre 1981 y 1982, han sido excluidas de la cotización oficial 66

CUADRO N.º 6

P.E.R. POR SECTORES

	1979	1980	1981	1982	1983
Bancos Comerciales	9,3	9,4	10,31	5,70	6,67
Bancos Industriales	8,9	8,9	9,07	4,47	4,49
Eléctricas	6,7	6,1	7,00	5,47	4,11
Alimentación	6,6	6,6	7,97	7,31	8,74
Construcción	9,2	8,9	11,28	8,55	9,12
Químicas	7,9	6,2	5,40	6,71	13,27
Siderometalúrgicas	6,5	4,2	4,09	4,53	6,84
Automóviles	5,6	3,5	3,80	6,46	—
Seguros	—	—	5,89	3,51	—
General	7,32	6,94	8,80	6,87	7,49

sociedades, con una capitalización bursátil de más de 100.000 millones de pesetas. Estas exclusiones se han producido por diferentes causas, pero entre ellas están las absorciones, con el ejercicio de algunas OPAS, las suspensiones de pagos, quiebras, etc. Otras muchas sociedades que hasta hace muy pocos años presentaban resultados contables satisfactorios y cuya cotización bursátil superaba ampliamente la par, como consecuencia de las dificultades económico-financieras sufridas, han pasado a situaciones de escasa solvencia y rendimiento, y con cotizaciones muy inferiores a la par.

El mercado bursátil tiene un alto grado de eficiencia en el sentido de recoger y valorar las circunstancias de su entorno. La inversión en capital de riesgo no se incrementará de forma notable hasta que haya una profunda reconversión y saneamiento de nuestra industria. De lo anteriormente dicho se desprende la importancia, cada vez mayor, de la información como medio de conocimiento de la realidad económica.

Con todo, la inversión en capital de riesgo adquiere el carácter de necesidad acuciante para nuestra economía, y debe ser fomentada en la medida de lo posible. Paralelamente, debe realizarse una política de atracción de nuevas sociedades a Bolsa, con la creación de instituciones que tengan como función la promoción de nuevas empresas (*adventure capital*) o que las faciliten el acceso a los mercados de capitales. Si hubiera algún movimiento en este sentido, las Bolsas podrían crear un mercado especial para nuevas empresas que acometieran actividades de tecnología de punta.

En la actualidad, la relación precios-ganancias de nuestras Bolsas es la más baja de entre las Bolsas más importantes del mundo, y ello, de una u otra forma, habrá de reflejarse en la atracción para el inversor. En la actualidad, no se contrata en las Bolsas españolas ningún valor extranjero, y ésta es una situación que no puede perdurar en exceso, sobre todo si pensamos que, en un futuro próximo, podremos ingresar en la CEE.

Hasta ahora, los estímulos al mercado de valores se concentraban, principalmente, en el ámbito fiscal. Habrá ahora que dirigir la atención a medidas de mayor incidencia económica y financiera, que amplíen la demanda de títulos por parte de los ahorradores. Una medida esperada y completamente necesaria, tanto para el conjunto de la comunidad nacional como para el mercado bursátil, es la reforma de la legislación de las instituciones de inversión colectiva y la creación de los fondos de pensiones, entidades éstas últimas de gran desarrollo en muchos países, como, por ejemplo, EE.UU., donde el total de sus activos representa casi un 70 por 100 de la capitalización bursátil de la Bolsa de Nueva York.

Sólo la creación de una nueva corriente de inversión puede cambiar los parámetros entre los cuales se desenvuelve el mercado español en la actualidad.