

45/65

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y FINANCIERAS DE BARCELONA

FUNCIÓN SOCIAL DE LA INVERSIÓN MOBILIARIA

Discurso leído por el Académico Numerario, Electo,

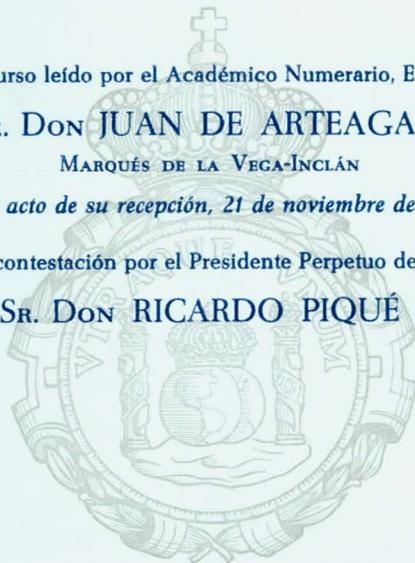
ILMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET

MARQUÉS DE LA VEGA-INCLÁN

en el acto de su recepción, 21 de noviembre de 1965

y Discurso de contestación por el Presidente Perpetuo de la Corporación

EXCMO. SR. DON RICARDO PIQUÉ BATLLE



BARCELONA

1965



FUNCIÓN SOCIAL
DE LA INVERSIÓN MOBILIARIA

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y FINANCIERAS DE BARCELONA

FUNCIÓN SOCIAL
DE LA
INVERSIÓN MOBILIARIA

Discurso leído por el Académico Numerario, Electo,

ÍLMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET

MARQUÉS DE LA VEGA-INCLÁN

en el acto de su recepción, 21 de noviembre de 1965

y Discurso de contestación por el Presidente Perpetuo de la Corporación

EXCMO. SR. DON RICARDO PIQUÉ BATLLE

BARCELONA

1965

La Academia no se hace responsable
de las opiniones expuestas en sus propias
publicaciones.

(Art. 39 del Reglamento)

Excmo. Sr. Presidente,
Excmos. e Ilmos. Sres.,
Ilmos. Sres. Académicos,
Señoras y Señores:

Al elevarme a vuestro lado, sacándome de la oscuridad y modestia de mi vida, como estudioso y profesional, habéis satisfecho en mí una aspiración totalmente inmerecida. Ya me sentí profundamente halagado cuando hace casi dos años me invitasteis a vuestra noble tribuna en uno de vuestros ciclos anuales de Conferencias para hablaros de los problemas del Mercado Común. Juzgad pues la intensidad de mi gratitud cuando ahora me habéis elegido para formar parte de esta Real Academia.

Mi agradecimiento hacia vosotros es íntimo, sincero e ilimitado. En un examen de conciencia, sólo encuentro vuestra amplia benevolencia como justificante para merecer el honor que me habéis dispensado. Me encuentro en estos momentos agobiado por la confianza que en mis merecimientos habéis depositado, ya que por más que profundizo en mi interior, observo que no he publicado libros que acrediten mi capacidad científica, ni he desempeñado altos cargos en la Administración Pública, ni soy Catedrático, ni investigador.

Haciendo deducciones y cábalas tratando de encontrar algún mérito, quizás os habéis acordado de mí por mi profunda fe y convicción en la unidad de Europa, como quise probarlo ante vosotros con la conferencia mencionada. Pero es el caso, que todos los aquí presentes no dudo que os sentís profundamente europeos y lo que pudiera parecer un merecimiento propio, no deja de ser una virtud compartida.

Sólo puedo ofreceros, una vez más, mi profundo agradecimiento y amistad con la promesa solemne de que con la ayuda del Altísimo dedicaré a partir de hoy mi tiempo a perfeccionar mi preparación científica y mi dedicación entusiasta a las labores de esta docta Corporación, para hacerme digno de vuestra elección y colaborar en mi modesta medida al esplendor de las virtudes y méritos de la misma.

Por si estas consideraciones no bastaran a inspirarme una humilde actitud espiritual en este solemne momento, abruma mi memoria la evocación de los nombres de quienes me han precedido y en particular del Ilmo. Sr. Don Jaime Torres Serra cuya vacante cubro en el día de hoy. Fue uno de los tres fundadores de esta Corporación, cuya Presidencia ocupó en el acto constitucional en 1940, ostentando en los sucesivos Consejos Académicos el cargo de Conservador.

Al crearse la "Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras" por O. M. del 2 de enero de 1958, quedó reincorporado a la misma como Académico de número, nombrándole por aclamación Académico Numerario Benemérito y designándole Bibliotecario de su Junta de Gobierno, cargo que ocupó hasta su fallecimiento, acaecido el 28 de septiembre de 1958 a los sesenta y dos años, después de larga y penosa enfermedad.

En la sesión necrológica celebrada por esta Corporación en su memoria, en el discurso pronunciado por el Académico de número Ilmo. Sr. Don José María Vicens Coroninas, decía: "Voy a trazar una semblanza muy especial. No relataré sus muchas actividades profesionales ni docentes; me limitaré solamente a su manera de desenvolverse dentro del ámbito de la Academia y más concretamente a tres facetas que emergieron al desarrollar sus actividades académicas: Fe, fidelidad y compañerismo".

En la misma sesión Académica su Presidente perpetuo Excmo. señor Don Ricardo Piqué Batlle decía, en su discurso necrológico, de Torres Serra: "Era por encima de todo un hombre de corazón y uno de los más entusiasmados y enamorados de la Academia. Su labor callada, porque no se reflejaba ni en discursos ni en escritos, sino en dinamismo personal, fue de extraordinaria importancia en los momentos iniciales y durante el período de organización. Él era el hombre siempre dispuesto a gestionar, a convencer, a aportar nuevos elementos a la Academia, a velar por su prestigio y buen nombre. Era en definitiva el compañero adicto, dispuesto siempre al sacrificio, siempre accesible en el momento oportuno, y que tenía el inapreciable don de la sencillez y la humildad, dejando para los demás cuanto pudiera redundar en lucimiento personal y siendo el primero en dar el paso al frente cuando de trabajar se trataba".

Buen ejemplo de Académico y virtudes cristianas nos ofrece el Sr. Torres Serra y en particular a mi modesta persona para comprometerme solemnemente a seguir sus pasos en la vida corporativa.

Entre los temas para este discurso de recepción que podría abordar, integración europea, economía en general, etc., he elegido ambiciosamente la “*Función Social de la Inversión Mobiliaria*”, por tratarse de un tema de la máxima actualidad, que es objeto fundamentalmente del ejercicio de mi vida profesional. “La palabra riqueza mobiliaria, según Paul Leroy-Beaulieu (1), suscita la idea de capitales circulantes, disponibles como sumas de dinero, efectos de comercio renovables, suministros de mercancías, cosas fungibles. Sin embargo, no hay nada de eso: la mayor parte de esta riqueza llamada mobiliaria no es otra cosa que riqueza inmobiliaria representada por títulos que más o menos fácilmente se pueden comprar o vender.”

En realidad, los valores mobiliarios no representan otra cosa que la movilización del derecho de propiedad, ya sea de cosas muebles o inmuebles. El título, acción u obligación, no es nada por sí mismo, sino solamente un signo que representa derechos corporales e incorporales, y esta representación es la que le da su verdadero valor.

La movilización del derecho de propiedad y su representación por valores mobiliarios, es una de las grandes innovaciones de las legislaciones modernas. Entre el objeto del derecho (inmuebles, fábricas, ferrocarriles, etcétera), y la persona, sujeto de este derecho, se interpone un escrito o título (acción u obligación) en el cual el derecho se encarna, y este derecho declarado mueble, aún cuando la cosa poseída sea inmueble, está investido de las mayores facilidades de transmisión.

El Derecho romano, esencialmente formalista, ha ignorado la movilización del derecho de propiedad. Conviene destacar que tanto la civilización romana como la griega, han practicado muy poco el negocio bancario. Tanto los “*argentari*” romanos como los “*trapezai*” griegos, eran sobre todo cambistas de metales preciosos (oro y plata).

Ya en la Edad Media se empezaron a conocer diversas formas de movilización de riquezas, con los judíos y lombardos, quienes obtuvieron de los príncipes el privilegio de ejercer la banca, el comercio y la concesión de préstamos. En el siglo XIII, respondiendo a las necesidades de su tiempo, surge un título fundamental de la vida del comercio, la letra de cambio. Este instrumento de crédito nace como medio de relación comercial. “El

(1) Leroy-Beaulieu, Paul, *Essai sur la répartition des richesses*.

negociante, nos dice J. Brissaud (2), que se desplaza a una feria o a una plaza de comercio alejada de la suya, tiene necesidad de moneda extranjera; se la puede procurar tanto a la partida como a su llegada, intercambiando sus artículos contra otros (cambio manual, de mano a mano). Pero el transporte de dinero, sobre todo en la Edad Media, era incómodo y poco seguro; era más práctico dirigirse a un comerciante o banquero, que tenía un corresponsal en el lugar al que se dirigía. Entregándoles valores, se obtenía de él la promesa de que por mediación de su corresponsal se le entregarían las cantidades necesarias. Ordinariamente se redactaba un escrito, con una cláusula a la orden, por la que el corresponsal debía pagar al portador de valores o simplemente al presentador del documento. La letra de cambio tiene su origen en la carta de aviso o trato dirigida por el banquero (librador) a su corresponsal (librado), para invitarle a pagar la cantidad prometida.” Gracias a la cláusula a la orden y a los endosos múltiples, la letra de cambio se transformó en medio de pago y en instrumento de crédito, una especie de moneda entre comerciantes.

Con el desarrollo del comercio, va surgiendo una clase social de ricos comerciantes, que ya a finales de la Edad Media va creando florecientes casas de banca, que fundamentalmente se dedican a negociar letras, teniendo sucursales o corresponsales en las más importantes ferias. Ya en la Edad Moderna los más famosos, como los Fugger, eran banqueros y prestamistas, no ya sólo de comerciantes, sino incluso de reyes y emperadores, cada día más necesitados de dinero para hacer frente a las continuas y dilatadas guerras.

A finales del siglo xv destaca un hecho trascendental: el descubrimiento por España de América. El nuevo descubrimiento cambia de una manera brusca las rutas del comercio, que del Mediterráneo se desplazan al Atlántico, surgiendo nuevas sedes comerciales y financieras, como Londres, Amsterdam y Amberes, que rápidamente eclipsan a las poderosas ciudades latinas. El alcance del nuevo descubrimiento era inconmensurable. No sin acierto Daniel Villey ha podido escribir: “El verdadero padre de la economía política no es Montchretien, ni Quesnay, ni Smith, sino Cristóbal Colón” (3).

En 1535, Francisco I realiza el primer empréstito público bajo la forma de rentas. Hasta entonces no se distinguía claramente entre impuesto

(2) J. Brissaud, *Histoire du Droit public et privé*, París, 1904.

(3) Villey, Daniel, *Petite Histoire des grandes Doctrines économiques*.

y empréstito. Cuando un rey estaba económicamente abrumado o presionado por graves coyunturas, se hacía una leva, que tenía del impuesto su carácter forzoso y del empréstito una vaga esperanza de reembolso o compensación, todo ello adornado con la pomposa frase “ayudas extraordinarias y graciosas”. Francisco I por el contrario, establece un verdadero compromiso, cuyas modalidades están perfectamente precisadas. No se olvide, sin embargo, que por aquel tiempo el préstamo a interés estaba prohibido; era necesario salvar el obstáculo, en el siglo XVI bastante en desuso, por medio de un subterfugio.

He aquí el mecanismo de la operación. Francisco I, arruinado por la guerra del Milanesado, decidió pedir prestadas doscientas mil libras de las acuñadas en Tours. Pero su crédito, poco sólido, no le permitía dirigirse directamente a los banqueros. Decidió entonces acudir a la Villa de París. Sus comisionados trataron con el regidor y los concejales, prometiéndoles, en compensación de este capital de doscientas mil libras turnesas, una renta de veinticinco mil libras, garantizadas por el producto de las ayudas e impuestos percibidos en París, y esta renta sería perpetua. Efectivamente, si la renta era perpetua, el capital no debía reembolsarse. No se trataba pues de un préstamo, sino del intercambio de un capital, en alguna forma enajenado, contra una renta a plazo indefinido. En estas condiciones, el servicio de la deuda sólo dependía de la municipalidad. Así, este primer empréstito se llamó, empréstito en rentas del Ayuntamiento de París.

Si consideramos el papel inmenso que ha desempeñado años atrás, y el que desempeña en la actualidad la Deuda Pública, podemos considerar que la operación de 1535 fue un hecho de capital importancia.

La verdadera aparición de la Deuda Pública en España tiene lugar en el reinado de los Reyes Católicos con los empréstitos llamados “Juros Reales”. En la corona de Aragón existieron con anterioridad formas parecidas llamadas “censales” o “generalidades”. Los Juros eran pues empréstitos o enajenaciones a título perpetuo y por juro de heredad de las rentas de la corona. De ahí tomó su origen la costumbre de obtener recursos inmediatos a cambio de otorgar censos sobre las rentas de la corona. Posteriormente, los juros no siempre debieron su existencia a préstamos efectivos a la corona, sino que, a veces se concedían para premiar determinados servicios al monarca. Estos títulos eran nominativos y no endosables, es decir, no se podían negociar, no sólo por la falta de mercado adecuado sino también por su propia naturaleza jurídica.

“En definitiva, el siglo XVI, como dice Alfred Colling (4), fue un gran siglo, rico en inventos, descubrimientos, fiebre, ambición y humanidad. Ha forjado un continente. Ha creado la deuda pública, la lotería y la Bolsa. Ha visto nacer el capitalismo. Ha conocido la primera crisis financiera europea. Ha visto, a orillas de un canal veneciano, formarse ese Banco del Rialto, banco público de giro, que fue el primero de la historia en emitir una moneda de cuenta, una moneda escriturada convencional.”

El último día del siglo XVI, el 31 de diciembre de 1599, nace en Londres la más célebre de todas las Compañías de comercio que jamás haya existido: la Sociedad de mercaderes de Londres, traficantes con las Indias Orientales, o más conocida por el nombre de Compañía inglesa de las Indias Orientales.

El conde de Cumberland y sus asociados habían reunido 80.133 libras esterlinas, en acciones de cincuenta libras. La reina Isabel les entregó una carta que contenía: 1.º privilegio del comercio durante quince años; 2.º autoridad absoluta en las tierras que la Compañía se adueñase; 3.º exención de derechos de aduana; 4.º licencia de exportación anual de 30.000 libras esterlinas de metales preciosos, bajo la condición de reimportar un montante equivalente seis meses después de la realización del viaje. Con el sentido práctico que caracteriza a los ingleses, se pusieron inmediatamente en marcha y a contratar sus acciones en la recién creada bolsa de Londres.

Este ejemplo cundió por Europa y poco después, el 20 de marzo de 1602 se aprobaba por los Estados Generales de Holanda la creación de la Compañía holandesa de las Indias Orientales, con un capital de 6.600.000 florines, dividido en acciones de 2.000 florines. En 1604 Francia sigue su ejemplo, con la Compañía de las Indias Orientales.

En 1606, los ingleses toman de nuevo la palabra. Walter Raleigh, a quien cartas reales de 1548 habían creado lord propietario de Virginia, cede estas concesiones en favor de una Compañía. Es la primera del mundo occidental, la llamada Compañía de Virginia, que ocupa los territorios comprendidos entre el Cabo del Miedo y las frontera meridional de Maryland. Sus orígenes son modestos, sólo ciento cincuenta hombres fundan Jamestown, primera ciudad inglesa en el Nuevo Mundo.

Estas Compañías de Comercio, verdaderas sociedades anónimas por acciones, tienen por objeto social, como hemos visto, la explotación de las

(4) Colling, Alfred, *La prodigiense histoire de la Bourse*, París, S.E.F., 1949.

nacientes colonias. Están dotadas de privilegios y derecho especial, con la autorización de los poderes públicos, siendo por un lado empresas mercantiles, imitando a la organización bancaria y comercial existentes en la época, y por otro, verdaderas empresas militares de conquista y posesión de los territorios dominados, con sus propias flotas armadas.

Por toda Europa surgen Compañías de Indias por acciones, que hacen furor en las Bolsas con variada fortuna. Hasta comienzos del XVIII es la fiebre de la especulación bursátil, hasta que el escocés John Law, en pleno delirio, provoca el crac.

Como precedente y hecho aislado, sin consecuencias ulteriores, se cita como primer paso de la sociedad por acciones, una experiencia nada menos que del siglo XIII en Francia. La Société des Moulins du Basacle et du Château de Toulouse. Los asociados se llaman “pariers”, es decir, algo así como apostadores y los dividendos “partages”, participaciones. Pero el terreno no estaba preparado. Era la única sociedad en su especie y no tuvo seguidores. Funcionó durante algún tiempo; después desapareció sin dejar huella.

En España, aunque tarde, también llegó la fiebre de las Compañías de Indias, siendo la más importante la fundada en 1755 en Barcelona, la Real Compañía de Comercio e Indias, a cuya creación contribuyó el Colegio Real de Corredores, antecesor de los actuales Agentes de Cambio y Bolsa de Barcelona.

La primera Lonja fue española, regida por los “Corredors d'aurella” de Barcelona, antecesores de los Corredores Reales de Comercio, cuyas primitivas ordenanzas fueron corregidas ya en 1271, autorizando el nuevo texto el Rey Jaime I el Conquistador, y el primer libro de técnica bursátil se escribió en castellano, por el español José de la Vega, nacido en 1650 en Espejo (Córdoba) y muerto en Amberes el 13 de noviembre de 1692. El año 1688 publicó en Amsterdam su gran obra “Confusión de confusiones. Diálogos curiosos, su realidad, su juego y su enredo”.

La Lonja que Felipe IV mandó crear en Madrid por Real Cédula de 9 de febrero de 1632, sirvió de muy poco por falta de contratación.

Después de la miseria que padeció Europa a raíz de la Revolución francesa y de las guerras napoleónicas, reapareció con la paz el trabajo y la riqueza. Los nuevos descubrimientos científicos, la máquina de vapor principalmente, permitieron un mejor aprovechamiento de las fuerzas de la naturaleza, creando una potente industria, que permite aumentar las rentas,

junto con un nuevo florecimiento del comercio. El ahorro aumenta por momentos con las nuevas reinversiones, según un ritmo cada vez más acelerado.

Los derechos del hombre se confirman solemnemente frente al Estado, antes todopoderoso. Se reafirma el derecho de propiedad, mereciendo el respeto de las instituciones legales. La observancia de los contratos es la base de la nueva organización económica y social. Ya no se discute la solvencia del Estado.

Dado que la organización de la justicia da toda clase de seguridades a los poseedores de valores mobiliarios y que la firma del Estado parece inviolable, poco a poco las legislaciones son más liberales, dando cada vez más libertad a los que quieren formar sociedades anónimas por acciones y a los que quieren acogerse a la forma más móvil de estos títulos.

La negociación se ha hecho más fácil, por la proliferación y reorganización de las bolsas de valores y se ha asegurado la tenencia de los títulos, regulando hasta la recuperación de los robados o perdidos. Todas estas medidas desarrollan la confianza del público, que puede así facilitar los capitales que tanto el Estado como las empresas privadas necesitan.

“Si el ahorro está muy solicitado por los empréstitos públicos, dice Moreau-Neret, debe hacer frente igualmente a las necesidades cada vez mayores de la industria, pues los descubrimientos científicos hacen nacer sin descanso nuevas fábricas; las redes de ferrocarriles se desarrollan, prueba tangible para los ahorradores de las pequeñas ciudades y del campo de que sus capitales están bien utilizados; y como la fabricación en serie reduce los precios de coste, la concentración industrial desemboca en una extensión considerable de ciertas empresas, que tienen que buscar ampliamente nuevos capitales en personas ajenas al negocio. Como éstas no están siempre dispuestas a correr la suerte de la industria, pero quieren conservar las ventajas de los valores mobiliarios, la fórmula del empréstito en obligaciones les permite conciliar sus deseos.”

“Las ventajas de la sociedad anónima por acciones son tales, que la mayoría de las empresas adoptan esta forma en cuanto alcanzan cierta importancia” (5).

El ser accionista, privilegio de unos pocos, se va difundiendo poco a poco. “El hecho de que un porcentaje de la población de un país haya

(5) Moreau-Néret, Olivier, *Les valeurs mobilières*, París, Recueil Sirey, 1939.

adquirido la condición de propietario de valores mobiliarios, en acciones ordinarias, dice Richardson, es un fenómeno relativamente reciente. Su aparición ha dependido de varios factores, entre los cuales debemos indicar: 1.º, la cantidad de riqueza individual y la amplitud de su distribución entre la población; 2.º, la existencia de empresas cuyas acciones, gracias al éxito de sus operaciones y la cuantía de sus beneficios, ofrecen atractivos para su adquisición por parte del público inversor, y 3.º, la presencia de organizaciones financieras mediante las cuales los inversores potenciales pueden obtener informaciones que les animen a convertirse en propietarios de acciones, y que ofrecen facilidades amplias para la compra de títulos” (6).

La difusión del accionariado es un hecho evidente de los tiempos modernos. Como ejemplo de ello, de un estudio realizado por la Bolsa de Nueva York en 1962, se desprende que en los Estados Unidos en dicho año había 17 millones de poseedores de acciones. Ello equivalía al 10 % de la población, es decir, que uno de cada seis ciudadanos norteamericanos adultos era accionista. En estudios recientes, se calcula el número de accionistas en veinte millones, lo que equivale a uno de cada cinco ciudadanos americanos adultos. En 1952 el número de accionistas del Stock Exchange de Nueva York era tan sólo de 6,5 millones y el de hace cuarenta años parece que se elevaba al millón o quizá menos.

Estamos hablando de accionistas, no de poseedores de certificados de participaciones de sociedades de capital variable, o de Fondos de Inversión Mobiliaria, en su forma de open end, de que hablaremos al final de este trabajo.

“Los valores mobiliarios, según Neymarck, han sido uno de los principales instrumentos de la gran evolución económica y social que se ha realizado en el siglo xx. En nuestra sociedad, su papel ha sido el de vivificar y fecundar por el crédito todas las fuentes de la actividad humana.”

“El tráfico de los valores mobiliarios, se ha transformado en tráfico de capitales, tráfico más esencial que el de todas las materias primas, ya que con el dinero se puede adquirir, hulla, minerales, algodón, trigo, todo lo que es indispensable para el trabajo, como para la subsistencia y

(6) Richardson, Dorsey: *Desarrollo de la inversión mobiliaria. Especial consideración de la inversión colectiva*. Ponencia presentada en el Congreso Internacional de Inversión Mobiliaria, organizado por el Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Barcelona en 1964.

la vida, mientras que ninguna materia puede reemplazar al capital" (7).

La existencia en el mercado financiero de centenares de miles de valores mobiliarios, poseídos por decenas de millones de accionistas repartidos por todos los rincones del mundo, han cambiado el concepto capitalista que hasta hace muy poco tiempo teníamos. Era lugar común confundir al poseedor de acciones de una compañía con un potentado de la sociedad, que controlaba a su antojo o a su conveniencia personal el mundo financiero.

Con el desarrollo de la riqueza y de los nuevos progresos científicos, para hacer frente al consumo que cada vez presiona más el mercado, porque con el desarrollo económico ha aumentado grandemente el número de consumidores, se ha hecho imposible ante la demanda creciente de capitales, el que unos pocos capitalistas puedan atender esta continua expansión.

La inversión se ha democratizado; nuevas capas sociales acuden al mercado de capitales para colocar sus excedentes, su capacidad creciente de ahorro.

El desarrollo económico, promovido por unos pocos, extiende su acción a estas nuevas capas sociales. Es más, esta corriente social hay que fomentarla y promoverla. Es necesario que toda la sociedad participe del desarrollo económico no sólo con su trabajo, sino también con su ahorro, para que se sienta actor del mismo y no sólo beneficiario.

Hasta hace pocos años, el asalariado, en toda su dimensión, falto de seguridad social, tenía con su esfuerzo que pensar en su futuro, enfermedad, invalidez, vejez, haciendo sus economías para cubrir ese riesgo, bien invirtiendo sus modestos ahorros o simplemente incrementando su cartilla de ahorros. Eran muy frecuentes en Bolsa las órdenes de compra en pequeñas cantidades de obligaciones y títulos de la Deuda Pública, para prevenir un futuro incierto.

Los tiempos, afortunadamente, han cambiado de signo y existe una seguridad social que cubre lo más fundamental. Ahora bien, este factor de bienestar hay que completarlo con una campaña, quizá más intensa que la desarrollada en otros tiempos, porque hay que luchar contra una tentación mucho más poderosa y atractiva: el consumo desmedido.

El nivel de vida ha subido sensiblemente y ha hecho accesibles mul-

(7) A. Neymarck, *Rapport sur les travaux du Congrès International des valeurs mobilières*, de París, junio 1900.

titud de bienes, y ha creado necesidades antes desconocidas o inabordables. Ahora bien, países como el nuestro necesitan un freno a esta sed desordenada de bienestar, que tantos perjuicios puede provocar a la economía nacional, que con su continuo desarrollo requiere y exige de la sociedad una mayor aportación de capital, una mayor y creciente inversión. La riqueza y prosperidad de un país la dan sus ciudadanos fundamentalmente con su conducta, pues son los que trabajan y enriquecen el país con su esfuerzo.

La posibilidad de acceso a la propiedad mobiliaria, se ha beneficiado grandemente no sólo por las facilidades dadas por la legislación, sino también por el fraccionamiento de la misma en títulos, acciones u obligaciones, lo que da a la sociedad actual una garantía de estabilidad y paz social.

Vemos todos los años, con gran satisfacción, cómo aumenta el número de accionistas en todas las sociedades, grandes y pequeñas, lo que resta fuerza a los grupos minoritarios que antes regían a su capricho la vida económica del país.

Para que se realice esta justicia social, de la accesión a la propiedad para todos, es necesario una fuerte evolución de la mentalidad no sólo del empresario, sino del asalariado y sus sindicatos. Es decir, para que se realice una justa distribución de la propiedad privada, que exige un orden justo de la propiedad, depende no sólo de la actitud de los propietarios del capital en la economía industrial, en orden a facilitar a la clase trabajadora la accesión a la propiedad, sino también en gran medida, que la clase trabajadora posea una voluntad de adquirir.

En orden a la adquisición de la propiedad, la mentalidad de gran parte de los asalariados busca una seguridad social por medio de la política social estatal, no una política social a través de la política de la propiedad. Los sindicatos ofrecen una gran resistencia a la propiedad de participación del asalariado, así como los partidos socialistas, pues ven en ella, una vez sus afiliados en posesión de una buena parte de la propiedad de las empresas en que trabajan, debilitadas fuertemente sus armas de lucha por la clase trabajadora, en que se hallan empeñados desde hace varias generaciones.

“Primeramente, dice Johannes Messner (8), es de mencionar la reavivación del sentido del ahorro, como paso esencial en el sentido de la mentalidad poseedora en cuestión. La seguridad social, basada hoy en la polí-

(8) Johannes Messner, *La cuestión social*, Ed. Rialp, 1960.

tica social, que prevé todos los riesgos de la vida humana, libera plenamente para el consumo el ingreso de los así asegurados, y ello dentro del marco de una concepción de la vida que se rige más por el “nivel de vida” externo que por los “valores vitales” más esenciales. Eso significa que los estímulos más poderosos del ahorro desaparecen, y con ellos unos supuestos igualmente esenciales de una mentalidad poseedora sustentada en la responsabilidad del individuo. El sentido del ahorro y una mentalidad poseedora enraizada en la responsabilidad del individuo, pertenecen, por otra parte, a las virtudes sociales imprescindibles para un orden social más justo.”

En el ámbito de la propiedad urbana y en menor proporción en la rústica, es donde se han advertido los inicios de esta nueva mentalidad poseedora, estimulando el ahorro en esa dirección. Esta forma de ahorro para la adquisición de la propia vivienda, estaba muy difundida antes de la primera guerra mundial. Ya León XIII en la “*Rerum Novarum*” señaló como uno de los objetivos más importantes de la reforma social, el hogar propio del trabajador, con una parcela de tierra cuidada por él mismo.

No sin razón se ha destacado como una de las razones más poderosas por las que en Inglaterra la conciencia proletaria no ha echado raíces entre la clase trabajadora, el que una proporción creciente de la misma poseyera casa propia con jardín o huerto. El número de propietarios obreros de viviendas en la Gran Bretaña es el triple del de tales propietarios de ingresos más elevados. La propiedad de la vivienda, dice el Informe del Oxford Institute of Statistics (1953), es el medio primordial de esparcir la propiedad entre la población.

“Hemos hablado de la reforma de la mentalidad poseedora del lado de la clase obrera, dice Messner en la obra citada. Del lado del empresario no hay menos que decir, ciertamente, si bien también es preciso un cambio de mentalidad en otra dirección. Dicho cambio deberá afectar, ante todo, a la concepción según la cual constituye un privilegio indudable de una clase la posesión de la propiedad de la industria, y que es un “orden natural” el que la otra voluminosa clase haya de estar en el lado de la penumbra de la vida humana. Hoy día no puede caber ya duda de que una tal mentalidad impulsaría inevitablemente la evolución social hacia exigencias cada vez mayores en el sentido de la realización de la seguridad social por medio del dirigismo estatal. Sólo la seguridad social basada en un nuevo orden de la propiedad, puede salir al paso de una tal evolución.”

“La reforma de la mentalidad poseedora de ambos lados de la sociedad industrial de hoy, constituye la condición necesaria de la reforma de la propiedad y en especial de la aproximación al gran objetivo de la reforma social cristiana, consistente en la reunificación de la propiedad del trabajo y de la fuerza del trabajo en el proceso del trabajo industrial. Con ello quedaría resuelto el problema de la propiedad y del trabajo de la sociedad industrial en un punto decisivo, o sea, en la empresa: mediante la copropiedad y la cogestión fundada en la misma.”

Uno de los más importantes caminos hacia la copropiedad y la cogestión obrera en la economía industrial, es la formación de capital por parte de los asalariados, partiendo de un ingreso laboral que corresponda a las exigencias de la justicia social. Dando por descontado la mentalidad de ahorro, imprescindible a este propósito, es necesaria del lado de la clase asalariada una especie de mentalidad de empresa. La mentalidad de empresa comprende un doble aspecto: en primer lugar, la contribución a la elevación de la productividad de la empresa, y en segundo lugar, la participación en común del riesgo vinculado a la empresa industrial.

Si la formación de capital por efecto de los elevados salarios actuales, que tienden a elevarse progresivamente en un futuro inmediato, ofrece tal importancia que apenas podría ser puesta en duda actualmente, es preciso aprovechar todos los recursos de que se dispone al efecto. Aparte de la participación en la propiedad de la empresa propia en que trabaja, deben existir para el asalariado otras diversas posibilidades, como la adquisición de acciones de empresas ajenas. En Norteamérica uno de cada ocho obreros es propietario de acciones. Dos sistemas que estudiaremos más adelante, podrían contribuir esencialmente al fomento de una tal formación de capital por parte de la clase obrera. Una es el Fondo de Inversión Mobiliaria, de reciente regulación legal en España, y otra la compra de acciones a crédito.

“En lo que antecede hemos tratado de la formación de la propiedad y de capital por la clase obrera, dice Messner en la obra varias veces citada, como fin del orden social de la propiedad a realizar. Constituye una tarea primordial de la reforma social intrasocial y mundial, exigida tanto por la justicia social como por el futuro económico y social del mundo occidental. Por lo que se refiere a la dependencia del futuro económico y social del mundo occidental con respecto a la formación del capital a partir del ingreso obrero, son necesarias algunas precisiones. Un hecho indudable

del cual hemos de partir, consiste en la reestratificación del ingreso en los países industriales, en favor del ingreso obrero y, de consiguiente, de la relativamente elevada participación del mismo en el producto social de las distintas economías nacionales, con la consecuencia de que en el futuro una parte relativamente grande del producto nacional será dedicada al gasto en bienes de consumo (especialmente en bienes duraderos de un “nivel de vida” más elevado). A ello ha de añadirse otro hecho, el de que a través de la política social (“seguridad social”) se prevén los más importantes incidentes de la vida laboral, lo cual hace necesaria la aplicación de sumas cada vez mayores del ingreso nacional al gasto social, y, de consiguiente, también una elevación de la productividad de la economía nacional mediante la formación de capital. Por último, hay que recordar el hecho de que la formación de capital del lado de los estratos de ingreso a cargo de los cuales estuviera principalmente en otros tiempos, habrá de disminuir como consecuencia de la reestratificación del ingreso y de la tributación de los ingresos más elevados aún existentes, en especial los procedentes del beneficio del capital. Ante estos hechos, la formación del capital a partir del ingreso salarial será imprescindible, para que pueda ser evitada una disminución del nivel de la inversión (la parte de capital nuevo y la nueva inversión en proporción al producto social), en una extensión tal que tendría por consecuencia la disminución de la productividad de la economía nacional, y, con ello, del patrimonio social productivo de la economía nacional. Y esto tanto más, cuanto que las exigencias de rendimiento resultantes de la estructura de edades de los pueblos occidentales y del aumento de la clase de los pensionistas de toda índole, sólo pueden ser satisfechas mediante un aumento de la productividad con ayuda de una formación de capital en aumento.”

“A todo ello se agrega la alternativa inevitable de que el Estado ha de asumir la tarea de la formación de capital a través del ahorro forzoso (mediante la política tributaria y social), allí donde falla el capital privado, con la consecuencia de una fría socialización cada vez más acentuada y de un dirigismo económico, o sea, de una evolución cada vez más apartada del orden de la propiedad y la sociedad exigido por el Derecho natural.”

Toda persona cuyos ingresos van en aumento es un ahorrador en potencia. Cuando los ingresos se estabilizan o disminuyen, evidentemente el ahorro se estabiliza o desaparece, surgiendo el fenómeno contrario, la movilización del ahorro en beneficio del gasto.

¿Qué busca el ahorrador? El inversor individual, que pone sus recursos en manos de un tercero, busca ante todo su provecho personal. Se dice que el inversor quiere rentabilidad, plusvalía, seguridad o liquidez. Si bien todo ello es cierto, sólo lo es en parte, parte sustancial si se quiere. Pero lo que no podemos olvidar es que lo que subconscientemente pretende es que en un futuro próximo pueda consumir por lo menos tanto como hoy, tanto él como sus herederos. No olvidemos que el ansia del hombre actual de bienestar, superado el "primum vivere", es consumir, es darse los caprichos y "necesidades" que la prosperidad moderna le ofrece en los lumincosos y brillantes escaparates de nuestras grandes ciudades, que le dan confort y bienestar, que compensa la dura lucha cotidiana del ciudadano moderno.

Esto no hace más que confirmar lo que dijo hace dos siglos el economista François Quesnay: "Sin el consumo, que se hace para satisfacer necesidades, comodidades, placeres, según las exigencias del hombre. ¿podríamos considerar la producción como una riqueza?" (1758).

La capacidad de ahorro varía según la profesión y la edad. Así, podemos observar cómo el trabajador que emplea su fuerza física, tiene un límite o techo de unos cuarenta años, para en lo sucesivo estabilizarse sus ingresos, disminuyendo o desapareciendo su capacidad de ahorro. En un profesional, abogado, ingeniero, médico, arquitecto, este límite de edad lo vemos prolongarse hasta los sesenta y tantos años. En cambio, el profesional tarda más años en adquirir capacidad de ahorro que el trabajador, pues sus primeros pasos profesionales le obligan a un gasto que pudiéramos llamar de primer establecimiento, hasta que sus ingresos le permiten el despegue en su vida económica.

En un informe de Edmond Lisle, Secretario General del Centro Francés de Investigación Económica del Ahorro, con ocasión de las jornadas de estudio sobre la financiación de la empresa, organizadas en París en diciembre de 1964, y publicado en la "Revue Politique et Parlementaire, Économique et Financière", número 754, de marzo de 1965, de París, se estudia ampliamente este problema, de quien tomamos los datos que comentamos a continuación.

Los independientes o pequeños empresarios, sean agrícolas, comerciantes o industriales, ahorran más que los asalariados. Estudios hechos en los últimos cincuenta años en países tan diferentes como Estados Unidos, Inglaterra, Francia e Israel, demuestran que los independientes aho-

rran, a igualdad de ingresos, del 50 % al 100 % más que los asalariados.

En Francia, de 1959 a 1963, los salarios netos per cápita han aumentado un 45 % y los ingresos de los empresarios individuales en un 48 %, es decir, una evolución casi paralela. Pero mientras los salarios progresaron anualmente con una regularidad casi perfecta, el aumento de los ingresos de los empresarios individuales se ha producido casi exclusivamente en dos años: 1960 y 1962. Por el contrario, 1961 y 1963 han sido años de estabilización completa, sobre todo si manejamos cifras reales relativas, teniendo en cuenta el alza de precios.

El empresario individual fundamentalmente invierte sus ahorros en su propia empresa, y en los años señalados anteriormente, del 40 % al 74 %, disminuyendo en los años 1961 y 1963, en que el aumento de los ingresos fue débil o nulo, del 45 % al 29 %.

Aquí interviene una razón estructural: los independientes tienen mayores posibilidades de inversión que los asalariados, reinvertiendo sus beneficios en su propia empresa. También tienen una mayor tendencia. léase obligación, de actuar de esta manera si quieren mantener su empresa en pie y conservar su estatuto de trabajador independiente.

Pero, por otra parte, por recurrir para resolver sus necesidades a la autofinanciación, rara vez acuden al mercado de capitales para resolver sus problemas financieros propios. Unas veces porque la autofinanciación cubre sus necesidades, y otras muchas por un desconocimiento del mercado financiero o quizá también, porque el mercado no está lo suficientemente adaptado a sus necesidades.

Este grupo de ahorradores independientes, que sólo representa el 20 % de las familias, contribuye con un 50 % de su ahorro; por término medio tienen rentas más elevadas que los asalariados o los inactivos y, a rentas iguales, ahorran más que ellos.

La situación cambia totalmente con los asalariados, siguiendo este estudio hecho en Francia. Representan alrededor del 55 % de las familias, pero sólo contribuyen con un tercio del ahorro familiar total. El resto del ahorro familiar es debido a los inactivos, rentistas y clases pasivas, y al 10 % de los más desahogados económicamente de esta categoría, ya que la mayoría de los inactivos no son precisamente económicamente débiles.

En 1959 se realizó en Francia una encuesta entre 280 asalariados de alto nivel en la región parisina, es decir, entre profesionales liberales, técnicos y dirigentes de empresa. Todos ellos disponían de un ingreso anual

total de unos 30.000 francos, del cual ahorraban aproximadamente un 10 %. Otro 10 % de sus ingresos, es decir, una suma equivalente al ahorro, se dedicaba a la compra de bienes duraderos.

La fortuna total de estos inversores representaba el equivalente de uno o dos años de ingresos:

— un poco más de un año de ingresos para aquellos cuyos ingresos eran inferiores a 25.000 francos;

— de un año y medio a uno y dos tercios para aquellos cuyos ingresos estaban comprendidos entre 25.000 francos y 40.000 francos;

— dos años de ingresos para los que sus ingresos estaban comprendidos entre 40.000 francos y 80.000 francos.

Este patrimonio estaba repartido de la forma siguiente:

Inmuebles (alojamiento y residencias de placer): 60 %, porcentaje muy constante cualquiera que sea el importe del patrimonio.

Valores mobiliarios: del 20 % al 30 %, según el importe del patrimonio.

Liquidez: 15 % en los de menos ingresos y patrimonio, y en los demás el 10 %.

El valor amortizado del stock de bienes duraderos representa el saldo, es decir, un montante inferior al 10 % del activo bruto.

Endeudamiento: el 20 % del activo bruto, del cual el 80 % representa las deudas inmobiliarias.

De todo ello destaca la importancia de la inversión inmobiliaria, es decir, de la vivienda en propiedad.

En relación con los valores mobiliarios, más de la mitad de la muestra seleccionada tenía cartera de valores y un tercio la había incrementado en el año precedente a la encuesta. El aumento lo habían hecho fundamentalmente los solteros, que colocan igualmente una gran parte de su ahorro en cuentas corrientes y cuentas de ahorros (el 45 % de los consultados tenía una libreta de ahorros).

Los que acceden a la propiedad inmobiliaria reducen, por el contrario, su liquidez y realizan sus valores mobiliarios. Las operaciones financieras están dirigidas por las operaciones inmobiliarias decididas por el matrimonio. Cuando no tiene operaciones inmobiliarias en curso, las inversiones financieras se determinan de manera autónoma, ya para aumentar el capital, ya constituyendo una reserva de seguridad o de especulación relativamente fácil de movilizar.

Otra encuesta realizada en París y Rennes demuestra que entre las familias de ingresos superiores a 30.000 francos, de cada dos una tiene valores mobiliarios. Y entre las familias de ingresos inferiores a 30.000 francos, que son las más numerosas, todas las proporciones bajan; así, en valores mobiliarios, solamente los poseen de cada diez familias una, tanto en París como en Rennes.

La experiencia de los países desarrollados nos dice que los aumentos salariales no bastan, por sí solos, para incrementar el ahorro de los trabajadores, desde el momento que sólo una mínima parte a lo sumo del aumento del salario se destina al ahorro. Además, en la medida en que los aumentos salariales determinan un aumento de los precios, se traducen esencialmente en perjuicio de los poseedores de dinero líquido, es decir, de los pequeños ahorradores; y, por tanto, hacen más sensible el desequilibrio en la distribución de las nuevas riquezas.

Es evidente la necesidad de aumentar la capacidad de ahorro del trabajador, que tiene que ir acompañada de una amplia campaña de fomento y difusión del ahorro y la inversión.

En Alemania Occidental se está experimentando el llamado “salario de inversión”, como forma más avanzada del acceso al ahorro, como camino del acceso a la propiedad de la gran masa trabajadora.

Los representantes del movimiento social cristiano, una vez terminada la reconstrucción de la economía alemana después de la segunda guerra mundial, estudiaron el problema de cómo conseguir de la mejor manera una amplia y democrática difusión de la propiedad de los medios de producción. Llegaron a la conclusión de proponer a los sindicatos que negociaran con los empresarios el pago de salarios de inversión, es decir, una cuota suplementaria de salario, que no debería ser pagada al contado, sino ingresada en un instituto de crédito a favor del trabajador. Durante muchos años los grandes sindicatos se opusieron a esta idea de poner la contratación colectiva al servicio de la política de la propiedad. Consideraron que era suficiente para contener los peligros derivados de la acumulación del capital productivo privado, transferir a la economía pública los mayores y más importantes complejos industriales, o bien limitar su poder hasta hacerlos inofensivos, mediante la cogestión de los trabajadores, o mediante un sistema de control público. Con ello, los sindicatos trasladaban el problema, con todas sus consecuencias políticas, al legislador, quien, según su criterio, tenía que asumir esta pesada responsabilidad.

Al comprobar, en 1962, católicos y protestantes la uniformidad de sus criterios en cuanto al "salario de inversión", decidieron actuar conjuntamente, para lo cual nombraron una comisión mixta común de trabajo, formada por profesores de economía, ética social, teólogos y otros expertos, que en enero de 1964 propuso una serie de Recomendaciones sobre la política de la propiedad. Este documento, muy comentado en todos los ambientes sociales alemanes, influyó de tal manera sobre la opinión pública, que la idea del salario de inversión, conexo a los convenios colectivos, prosperó de tal manera, que con asombro general, el gran sindicato de la construcción en septiembre de 1964 la hizo suya.

El no estar todavía previsto por la ley el salario de inversión, presentaba un serio problema práctico, cual era la repercusión fiscal del tal salario, con lo que el fin social que se perseguía quedaba restringido. Para superarlo pensó el sindicato constituir, mediante el pago del salario de inversión, un seguro complementario de renta, de modo que al llegar la edad de cobrar la pensión no fuera ésta la que se pagase, sino el capital entero correspondiente a tal pensión, como patrimonio libremente disponible y transmisible por herencia. Con este sistema se evitaba el gravamen fiscal y se obtenía la garantía de que durante mucho tiempo el salario de inversión no entraría en la corriente del consumo; sin embargo, este aplazamiento en el disfrute del capital impedía que los asalariados se sintieran verdaderos propietarios del mismo.

El gobierno alemán quedó muy impresionado de la coincidencia de criterios entre los movimientos socialcristianos y los grandes sindicatos; en otoño de 1964 presentó un proyecto de ley para declarar exentos de impuestos y de cargas sociales los salarios de inversión pactados en los convenios colectivos.

Ahora bien, el salario de inversión presenta dos tipos de problemas: el primero consiste en la estructura del mismo con vistas a lograr la mayor eficacia, para que no se pierda su función social y evitar que ésta pueda perturbar la vida económica general; el segundo problema está en la administración del mismo.

El sindicato de la construcción pedía un salario de inversión equivalente al 1,5 % del salario bruto, que debería pagarse además del salario normal, sin entorpecer su dinámica normal de expansión. El proyecto oficial preveía, en cambio, una suma absoluta anual de 312 DM por cada trabajador, lo cual equivalía, aproximadamente, a un 4,5 % del sa-

lario anual bruto. En las esferas del movimiento socialcristiano se pensaba en un máximo que oscilaba entre el 5 y el 6 %.

La reacción de los empresarios, en términos generales, fue favorable, pero con ciertas condiciones con respecto a los asalariados, es decir, si cada trabajador estaba dispuesto a ahorrar algunos céntimos de su paga horaria recibida al contado, para que personalmente tomaran parte en la formación de la propiedad que se creaba en provecho suyo. La experiencia demuestra que lo que se adquiere gratuitamente, de ordinario se aprecia poco.

En octubre de 1964, la Asociación de Empresarios Cristianos, el B.K.U., equivalente a nuestra Acción Social Patronal (A.S.P.), propuso que a cada trabajador que ahorrara el 0,5 % de su salario bruto, se le pagase por la empresa un salario de inversión equivalente al 1,5 % del salario bruto.

Los industriales de la construcción proponían pagar un salario de inversión de 0,09 DM por cada hora de trabajo prestada, mientras que los trabajadores aportarían, por cada hora de trabajo, una cuota de 0,03 DM deducida del salario normal. Esta oferta suponía, aproximadamente, un salario de inversión de un 2,1 % del salario bruto normal, y sobrepasaba las peticiones del sindicato.

Esta condición del ahorro individual del trabajador ha sido duramente rechazada por el ala izquierda de la Unión Cristiano-Demócrata, la CDU, y no figura en la propuesta de los sindicatos de S.P.D. sobre la política de la propiedad.

En marzo de 1965 se ha dado a conocer el proyecto de convenio colectivo para el sector de la construcción. El nuevo proyecto prevé que el salario en mano se aumente en un 6 % a partir del 1.º de abril de 1965. No habrá reducción de horas de trabajo, acordada anteriormente, sino un ulterior aumento salarial del 2,4 %. A partir del 1.º de enero de 1966, el patrono pagará un salario de inversión de 0,09 DM por hora de trabajo, y los trabajadores realizarán un ahorro de 0,02 DM por hora de trabajo. Así, pues, por cada semana de trabajo de cuarenta y una horas, cada trabajador deberá ahorrar de su salario normal 0,82 DM y recibirá del patrono como salario especial de inversión 3,92 DM.

Se ha discutido mucho si el "salario de inversión" es una forma forzada de hacer economías y si la obligación de hacer economías es inadmisibles desde un punto de vista ideológico. Es un hecho que el asalariado no puede gastar su "salario de inversión" y sólo lo puede invertir a largo plazo. ¿Cuánto tiempo tiene que estar bloqueada la cuenta en que se in-

gresa el salario de inversión?, ¿dieciocho meses, cinco años, diez años o aún más tiempo?

El profesor Dr. W. Schreiber, de Política Social de la Universidad de Colonia (9), sostiene que el tan discutido “salario de inversión” en Alemania, tiende a institucionalizar el proceso de formación de bienes del asalariado y hacer de hecho el ahorro automático. Al mismo tiempo se confía que el “salario de inversión” mejore la posición del asalariado en el proceso del reparto de la propiedad, de manera que sus posibilidades de hacer ahorros aumentarán sin que su salario en metálico sufra quebranto, “hacer ahorros sin restringir su poder de compra”. Esta esperanza no carece de fundamento. Toda forma adicional de ahorro de la parte de los asalariados, reduce los beneficios de los empresarios y aumenta la parte de la renta nacional destinada al pago de los salarios. Un fuerte incremento de la parte alícuota del ahorro, e igualmente un salario de inversión elevado, puede ser algo sin duda peligroso para la situación económica general y para el pleno empleo de la mano de obra. Es imposible predecir en qué nivel de economías adicionales este peligro empieza a surgir, ya que esto depende de numerosos factores. El objetivo del “salario de inversión” en Alemania es la reducción de la autofinanciación de las empresas, considerado actualmente demasiado elevado, mientras que la inversión debe seguir siendo la misma o incluso aumentar.

Según el profesor Dr. W. Schreiber, el “salario de inversión” plantea una serie de problemas, que intentaremos precisar en los puntos siguientes:

1.º ¿Qué importe puede alcanzar el “salario de inversión” sin que surjan peligros para la coyuntura y el pleno empleo de la mano de obra?

2.º El “salario de inversión” quizá pueda llegar a ser el instrumento apropiado a la política económica, que, en el caso de una tensión excesiva de la coyuntura, frene la expansión, haga las empresas marginales no rentables, obligándolas a cerrar, permitiendo de esta manera una aplicación más productiva de los factores de la producción.

3.º El “salario de inversión” afecta de manera muy diferente la liquidez y la estructura financiera de las empresas según sea su forma legal. Sólo se salva de todos estos peligros la sociedad anónima. Para todas las

(9) Dr. W. Schreiber, *Participación del asalariado en la formación del capital*, ponencia presentada a la Conferencia Europea de la Unión Internacional Cristiana de Dirigentes de la Empresa (UNIAPAC), Berlín, junio 1965.

sociedades no anónimas se presenta, no de una forma repentina, sino después de cierto tiempo, el peligro de una demasiado grande alienación, o de demasiado endeudamiento. El “salario de inversión” ¿pone igualmente en peligro la existencia de pequeñas y medianas empresas? ¿Cómo remediar estos peligros?

4.° ¿Es necesario, es racional, es deseable, desde un punto de vista económico, ingresar el importe de los “salarios de inversión” acordados por un convenio colectivo de trabajo para cierto grupo de personas (por ejemplo: el grupo de los obreros de la construcción), en un fondo particular y administrarlos colectivamente?

¿Qué se opone a que cada asalariado elija por sí mismo la institución de crédito que administre su cuenta bloqueada de un “salario de inversión” y a que decida por sí mismo de una manera libre la colocación de este dinero?

5.° Cuando ciertas categorías de asalariados, amparados en un convenio colectivo de trabajo, se benefician de diferentes suplementos de “salarios de inversión”, ¿no se puede temer que se presente una perturbación indeseable de la competencia?

6.° Si los asalariados que trabajan en el sector privado reciben además del salario en metálico un “salario de inversión”, los empleados de los servicios públicos ¿podrán tener los mismos derechos? Y en caso afirmativo, ¿estos gastos públicos se cubrirán con un aumento de los impuestos?

7.° ¿El salario de inversión pone en peligro la estabilidad del valor monetario? El pago de los “salarios de inversión” ciertamente no pone en peligro el valor monetario, pero es posible que se produzca un alza de precios, cuando retiren sus fondos numerosos asalariados o vendan los títulos que han adquirido, una vez transcurrido el período durante el cual han estado bloqueados, para gastarlos. De ahí la cuestión final del doctor W. Schreiber.

8.° ¿Cuál es el factor que puede dominar la voluntad de un hombre para formar un capital y para conservar intacto un capital ya existente? He aquí el problema más difícil con el que nos encontramos, cuando se quiere estimular la formación de capitales entre grupos muy diversos, un problema que ha sido hasta ahora muy descuidado.

Brevemente hemos expuesto algunos problemas estructurales que presenta el “salario de inversión”, y a continuación vamos a comentar los problemas que presenta la administración del mismo.

La cuantía anual disponible para la inversión, resulta una cifra muy considerable. A cada uno de los veintidós millones de trabajadores ocupados en la República Federal Alemana, según la ley recientemente aprobada, se le asigna anualmente la cantidad de 312 DM; la cantidad así reunida es, aproximadamente, de unos 6.800 millones de DM, es decir, unos 102.000 millones de pesetas anuales.

¿Qué Instituciones de Crédito administrarían esta masa de capitales destinados a la inversión?

Si son los Institutos de Crédito más próximos a los trabajadores, dice el P. Joseph Wallraff, S. J. (10), como las Cajas de Ahorros Rurales o los Bancos Populares Locales, quienes reciben de las empresas estas cantidades, para ofrecerlas luego en el mercado de capitales, su importancia crecería de modo espectacular, y estarían en condiciones de conceder créditos importantísimos y ejercer una verdadera competencia frente a los grandes Bancos de fama internacional.

Si, por el contrario, se confía la administración de estas sumas a los institutos apoyados por los grandes Bancos, o a estos mismos, su influencia aumentaría considerablemente. En efecto, en la medida en que el salario de inversión limitara la autofinanciación de las empresas, necesitarían éstas dirigirse a algún instituto de crédito, para poder disponer de capitales; y las empresas medianas comerciales e industriales temen mucho el poderío de tales institutos así acrecidos.

Esta discusión se avivó cuando, en septiembre de 1964, propuso el sindicato de la construcción que se constituyera un fondo especial, que debería recoger los salarios de inversión correspondientes al sector de la construcción. En la primera redacción del proyecto, este fondo asumía más bien el carácter de un gran fondo asegurador; pero a continuación del proyecto legal, declarando exentos de fiscalidad tales salarios, el sindicato comenzó a considerar la posibilidad de orientarse hacia la constitución de una sociedad de inversión, o forma especial de esta institución.

También esta fórmula despertó perplejidades. Se acusó al sindicato de querer ejercer, con los ingentes fondos así recogidos, un control sobre las inversiones industriales. El presidente del sindicato, Georg Leber, se de-

(10) P. Joseph Wallraff, S. J., *Salario de inversión*, trabajo publicado en "Aggiornamenti sociali", abril 1965. Amplio resumen publicado en *Informaciones Sociales de ASP*, número de julio-agosto 1965.

claró dispuesto a que el Consejo de Vigilancia destinado a controlar la gestión de esos fondos, estuviera compuesto, por mitad, de representantes del Estado y de las entidades públicas, y la otra mitad de representantes de los sindicatos y de los patronos. De este modo no podrá darse una preponderancia de los sindicatos.

Otro punto muy discutido fue si debían ser los patronos y los sindicatos obreros que concertaron el salario de inversión en convenios colectivos, quienes establecieran la institución de crédito a la que se confiaba la gestión de tales fondos, la cual debería llevar la cuenta propia del salario de inversión de cada uno de los trabajadores que lo disfrutara. Una decisión de esta clase simplificaría mucho el pago de tales salarios: el departamento correspondiente de las empresas no habría de relacionarse con demasiadas Cajas y Bancos. Pero, por otra parte, los trabajadores perderían, individualmente, la relación personal con su salario de inversión y su libertad para decidir a su gusto la institución a quien confiar su gestión y el tipo de inversión que cada uno desea efectuar. Esta decisión personal sobre la administración del pequeño capital que corresponde a cada trabajador, le proporciona más vivamente la sensación de ser realmente propietario. Parece dominar, sigue diciendo el P. Joseph Wallraff, S. J., la opinión de que el valor personal de una administración individual de los salarios de inversión es más importante que las ventajas de una gestión más sencilla y menos costosa. Sea como quiera, es necesario que después de un período de experimentación, sea llamado el trabajador a decidir personalmente sobre la administración de su capital invertido. Se piensa en cinco o siete años, o al menos en el momento en que la cuota del salario de inversión alcance la cifra de 1.000 DM al año.

Quizás a muchos parezca que estos ensayos de difusión de la propiedad mobiliaria, sólo son posibles en países ricos, con gran experiencia industrial, y que a nuestro país todavía le queda mucho espacio por recorrer hasta pensar en semejantes problemas socio-económicos. Sentimos discrepar de este punto de vista, no sólo en el terreno de los grandes principios, sentido cristiano de la propiedad, sino también en el terreno práctico de la realidad española.

Nuestro desarrollo económico, como lo expone el reciente informe de la OCDE sobre la economía española, ha adquirido una firmeza prometedora, no exenta de obstáculos, que una atención cuidada de los mismos permitirá ir superándolos. Estamos entrando en una de las primeras etapas

del desarrollo económico popular y social, la que de una manera vulgar y gráfica podríamos llamar “etapa de los electrodomésticos”, dicho más científicamente, de bienes de consumo duraderos. Llegamos a un período inicial en el que capas sociales hasta ahora muy débiles en el campo económico, con su trabajo y sus ingresos en proporción ascendente, les permiten ir adquiriendo aquellas necesidades de los países desarrollados, que una publicidad con técnicas modernas y unos medios de financiación a plazos acomodados a su capacidad económica, les permiten la accesión a este confort y necesidades que ha creado la prosperidad mundial actual.

Pero decíamos en un principio que la prosperidad de un pueblo no se basa en un consumo constante, sino en un fomento del ahorro, que permite la inversión generalizada, que lleve a la accesión a la propiedad a todas las capas sociales del país.

En estos últimos años hemos visto un brillante resurgir de las Cajas de Ahorro, desempeñando un gran papel en el campo financiero. “Las Cajas de Ahorro, dice D. Luis Coronel de Palma, director del Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro (11), han mantenido siempre que la propiedad privada es la base material sobre la que se afirma en parte la personalidad humana. Creen que hay que estimular y crear una propiedad y de ahí que se haya invitado a los ciudadanos a depositar el ahorro, para formar un capital sobre el que construir una independencia económica, y esta independencia económica, que es proclamada por los Principios del Movimiento, viene a ser también soporte de una concepción política de la libertad del individuo asentada sobre la base de la propiedad individual.”

“La difusión de la propiedad, es una misión que el Estado considera fundamental; y de ahí que en el Fuero del Trabajo se diga que el Estado asume la obligación de multiplicar y difundir las formas de la propiedad ligadas íntimamente a la persona humana, y que en el punto XII de los principios fundamentales del Movimiento se considere también misión del Estado la distribución y difusión entre todas las clases sociales de las formas de propiedad esencialmente vinculadas al individuo.”

La “Mater et Magistra” del llorado papa Juan XXIII, nos dice: “Tanto

(11) Luis Coronel de Palma, *Las Cajas de Ahorro y la difusión de la propiedad mobiliaria*, conferencia pronunciada el día 13 de mayo de 1963, en el II Ciclo de conferencias sobre temas de Inversión Bursátil, organizado por el Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Barcelona.

más debe propugnarse y realizarse la difusión de la propiedad en un tiempo como el nuestro, en el cual, según ya se indicó, los sistemas económicos de un número creciente de comunidades políticas están camino de rápido desarrollo; por lo cual, si se utilizan recursos técnicos de comprobada eficacia, no resulta difícil promover iniciativas y llevar adelante una política económico-social que aliente y facilite una más amplia difusión de la propiedad privada de bienes de consumo durables, de la casa, del terreno, de los enseres propios de la empresa artesana y agrícola-familiar, de acciones en las sociedades grandes o medianas: como ya se está practicando ventajosamente en algunas comunidades políticas económicamente desarrolladas y socialmente avanzadas.”

El 21 de julio de 1960 se aprobó la ley n.º 45/60, creando los Fondos Nacionales para la aplicación social del Impuesto y del Ahorro, por la que se otorga a las Cajas de Ahorro la honrosa misión de difundir la propiedad mobiliaria a través del crédito. Es un ensayo nuevo, y en el Título IV de la misma se determinó la creación de un fondo de crédito para la difusión de la propiedad mobiliaria. Por esta ley, el Estado asume la obligación de difundir la propiedad mobiliaria, que tiene por objeto, según el artículo 18, el que las personas físicas que no están obligadas a declarar por Contribución sobre la Renta, es decir, que no perciben una renta imponible anual superior a 100.000 pesetas, puedan adquirir acciones, obligaciones u otros títulos de las empresas en que presten sus servicios; títulos de la Deuda, Cédulas para inversiones o valores emitidos por entidades estatales o autónomas o por sociedades en las que el Estado participe directa o indirectamente; y, por último, acciones de sociedades de inversión mobiliaria.

La ley establece, pues, tres posibilidades: accionariado laboral, accionariado popular y simplemente inversiones populares individuales. El primer supuesto se da cuando el asalariado adquiere títulos de la propia empresa en que trabaja, por lo que el trabajador pasa de simple asalariado de la empresa a copropietario de la misma. No se trata, pues, de una participación en los beneficios de la empresa o en la cogestión de la misma, que incumbe en exclusiva a su cualidad de trabajador, sino de convertir al asalariado en accionista en pie de igualdad con los propietarios del capital de la empresa.

El accionariado popular, ya implantado en otros países — recordemos la puesta en el mercado de las acciones de la Volkswagen, empresa esta-

tal —, cuando se trata de títulos de sociedades en las que el Estado participe directa o indirectamente.

Y finalmente, lo que hemos dado en llamar inversiones populares individuales, para los que descen adquirir títulos de la Deuda Pública, Cédulas para Inversiones o bien acciones de Sociedades de Inversión Mobiliaria, con la finalidad de extender el número de accionistas en España.

Es evidente que la finalidad de esta ley es doble: por un lado, fomentar el ahorro y canalizarlo hacia inversiones productivas, y por otro, la máxima distribución posible de la propiedad de las empresas españolas, convirtiéndolo a número considerable de personas en accionistas de las mismas.

La ley establece, para el logro de estos objetivos, que por el Ministerio de Hacienda se determinarán los porcentajes que de los recursos ajenos hayan de destinar las Cajas de Ahorro y la Caja Postal a la concesión de créditos, bien a los trabajadores de las empresas o bien a las personas físicas en general, para obtener y adquirir los títulos antes indicados. El porcentaje señalado por el Ministerio de Hacienda por Orden de 10 de abril de 1962, que las Cajas de Ahorro tienen que destinar para la concesión de estos créditos es el 10 % de los incrementos de los recursos ajenos, y si tenemos en cuenta que sólo en 1964 las Cajas de Ahorro españolas aumentaron sus saldos en 34.756 millones, quiere decir que en 1965 las Cajas de Ahorro pueden ofrecer, para el ahorro popular, una suma de 3.475 millones de pesetas para convertir a los españoles económicamente débiles en accionistas mediante el crédito.

Años	N.º de beneficiarios	Pesetas
1961	2.822	66.000.922,79
1962	6.745	240.910.759,06
1963	13.744	538.474.409,94
1964	22.190	970.365.219,—

Estos créditos se conceden por las Cajas de Ahorro, según la Orden de 10 de abril de 1962, a un interés del 3 %, y las Cajas perciben del Estado la diferencia entre este tipo de interés que perciben del prestatario, 3 %, y el 5,5 % que el Estado les reconoce a su favor. Con este pequeño gasto, el Estado colabora a la accesión a la propiedad y las Cajas de Ahorro, en un verdadero servicio social, ya que el gasto del engranaje administrativo es muy superior a ese beneficio que puedan obtener, con-

tribuyen a la difusión de la propiedad entre las capas de la sociedad menos dotadas económicamente.

Estos préstamos presentan dos tipos distintos: el préstamo individual o personal, y el que solicita una empresa que quiere poner en circulación títulos en favor de sus asalariados.

En el préstamo individual, cualquier persona que no esté obligada a declarar por Contribución sobre la Renta, puede solicitar de una Caja de Ahorros el crédito correspondiente, con el fin de que por ella se dé la orden de compra de los títulos solicitados y estos valores quedan depositados en la Caja, afectos a garantía de la operación, teniendo que amortizarla el prestatario en un plazo que no puede exceder de 10 años ni ser inferior a siete. El préstamo por beneficiario no puede exceder de 50.000 pesetas.

La segunda posibilidad es la que se ofrece a las empresas que al poner en circulación una nueva emisión de acciones y obligaciones, deseen ceder en parte o en su totalidad a sus trabajadores. Pueden concertar una operación especial con las Cajas de Ahorro, las cuales otorgarán a los asalariados los créditos necesarios para que puedan suscribir los títulos que se les ofrecen por la empresa en que trabajan.

Este tipo de operación presenta dos inconvenientes, uno jurídico y otro que pudiéramos llamar de moral financiera. El primero está en la necesidad de obtener de los antiguos accionistas la cesión del derecho preferente a suscribir nuevas acciones de la sociedad de la cual son accionistas, según les reconoce la Ley de Sociedades Anónimas. Así lo entendió el II Congreso Sindical, celebrado en 1962, proclamando que en toda ampliación de capital se reservará un determinado porcentaje para que fuera suscrito por los trabajadores de la empresa, a los cuales habría que buscárseles fáciles créditos para que pudieran acudir a la misma. Esta aspiración sindical se ha logrado en parte, en lo que se refiere a las facilidades crediticias. En la reserva de un determinado porcentaje en las nuevas emisiones de acciones, mientras no se modifique la Ley de Sociedades Anónimas, estamos a merced de que los accionistas renuncien o no al derecho preferente de suscripción de las mismas.

Existe un segundo inconveniente, que hemos llamado de moral financiera. Toda solicitud de una empresa hay que estudiarla detenidamente, para evitar que lo que parece un fin social, ofrece nuevas acciones a favor de sus propios trabajadores, a través del crédito de las Cajas de Ahorro, encubra una utilización de la ley de difusión de la propiedad mobiliaria

por aquellas empresas que, faltas de crédito y de la debida solvencia, no pueden acudir al mercado de capitales. De aquí que en estas operaciones colectivas se exija la instrucción de un expediente, en el que la empresa solicitante demuestre de manera fehaciente que la finalidad a que destina la ampliación de capital no es en ningún caso la de cancelar deudas anteriores existentes, sino, en todo caso, para la adquisición de nuevas instalaciones y mejora de las existencias, buscando una mejora del equipo productivo de la empresa.

A pesar de lo poco conocida que es esta ley de 21 de julio de 1960, en 1963 las Cajas de Ahorro habían concedido 500 millones de pesetas efectivas en créditos para la adquisición de títulos, con más de 67 sociedades, de las que sus trabajadores se han hecho accionistas, acogiendo al crédito para la difusión de la propiedad mobiliaria. En una sola empresa, la Compañía Telefónica Nacional de España, pasan de 12.000 los funcionarios de la misma que se han convertido en accionistas. De acuerdo con lo establecido por el Decreto Ley n.º 24 de 1961, de 30 de noviembre, sobre la venta de valores de organismos y sociedades en los que participa el Estado, el Gobierno acordó, a propuesta del señor Ministro de Hacienda, que la Dirección General del Patrimonio del Estado pusiese a disposición del Jurado de Empresa de la "Compañía Telefónica Nacional de España" las acciones de la misma propiedad del Estado que por aquél se solicitase hasta un límite de 1.000 millones de pesetas.

Esta operación fue financiada, de acuerdo con lo establecido en el título 4.º de la Ley de 21 de julio de 1960, y órdenes complementarias de 30 de junio de 1961 y 10 de abril de 1962, por la Confederación de Cajas de Ahorro y por la Caja Postal de Ahorro. Se señalaron cinco tipos de operaciones, a cada una de las cuales debía ajustarse forzosamente la solicitud de suscripción. Estos cinco tipos fueron: de 74, de 50, de 30, de 20 y de 10 acciones como mínimo. Las acciones se ofrecieron al tipo de cotización del 150 por cien, esto es, a 750 pesetas por acción. La cuantía del préstamo solicitado por cada uno de los empleados no podía rebasar el 90 % del importe de la operación.

Las acciones fueron adquiridas por el personal de la Telefónica, bien mediante el pago con fondos propios, bien con el obtenido a crédito de las Cajas de Ahorro. Las acciones no pueden ser vendidas ni pignoradas durante un plazo de diez años, transcurrido el cual, quedarán a la libre disposición de sus propietarios. El Jurado de Empresa, dentro del plazo fijado,

podrá autorizar la venta o pignoración de las acciones en aquellos casos en que se halle debidamente justificada dicha operación, solicitando para ello la oportuna autorización del Ministerio de Hacienda a través del Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro.

Después de un somero examen de algunos de los principales intentos realizados hasta el presente para fomentar el ahorro para su ulterior inversión, concretamente en valores mobiliarios, ¿cómo realizar esta inversión para que sea lo más acertada y segura?

A simple vista no se ve aún fácil solución, ya que el trabajador y el mismo profesional normalmente carece de tiempo y de preparación suficiente para lograr una afortunada colocación de sus ahorros. Ahora bien, si en vez de enfocar el problema como inversión personal y directa, lo consideramos como inversión colectiva, el mercado de capitales le puede ofrecer la solución a este problema. La difusión y rápido desarrollo de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria en el mundo, es uno de los hechos económicos más destacables de los tiempos modernos. Son buen ejemplo de la adaptación de los instrumentos financieros a las nuevas situaciones socio-económicas. El desarrollo industrial del mundo occidental ha dado lugar a la expansión de la clase media, cuyo aumento del nivel de vida ha hecho crecer considerablemente el número de ahorradores modestos. Esta masa de capital presenta características diferentes a las de capital de inversión y riesgo, pues busca ante todo mayor liquidez y mayor seguridad. La inversión colectiva le ofrece ambas cosas y la incorpora a la financiación de empresas, cada vez más necesitadas en la economía moderna de capitales a largo plazo.

Basándonos en un informe muy completo del Credit Lyonnais (12), vamos a pasar revista a los *open end* en el mundo en sus últimos años y tratar de sacar algunas consecuencias prácticas.

En los Estados Unidos el verdadero punto de arranque de los *open end*, hay que situarlo inmediatamente después de la segunda guerra mundial. En 1941, el valor de los activos de los *closed end*, de puerta cerrada o capital fijo, supera aún en más de 100 millones de dólares a los *open end*, de puerta abierta o capital variable (523 millones de dólares contra 402 millones). En los cinco años siguientes la tendencia cambia de signo: los

(12) Crédit Lyonnais, *Les sociétés d'investissements à capital variable*, Informations. Service de Documentation et de Gestion Mobilière, París, enero 1964.

open end se despegan con un prodigioso éxito, mientras que el desarrollo de los *closed end* permanece en niveles relativamente modestos, teniendo en cuenta el alza experimentada por el nivel general de la Bolsa. Los activos de los 169 Mutual Funds, nombre de los Fondos de Inversión Mobiliaria en Estados Unidos, miembro de la National Association of Investment Corporation (N.A.I.C.), que agrupa el 97 % de los activos totales de los *open end* americanos, alcanzaba a finales de 1964 la fabulosa cifra de más de 30.000 millones de dólares, es decir, 75 veces más que en 1941, mientras que los activos totales de los *closed end* en 23 años, sólo se han multiplicado seis veces. Los *Mutual Funds* representan actualmente el 6 % de la capitalización bursátil total de las acciones cotizadas en la Bolsa de Nueva York, contra el 1,8 % en 1949.

“El crecimiento de los Fondos Mutuos en los Estados Unidos, dice Dorsey Richardson, del 6.000 % durante los últimos 25 años, sólo ha podido tener lugar dentro de un ambiente de confianza por parte del público, basado además de una afortunada marcha de las inversiones, en el extraordinario historial de estos fondos por lo que se refiere a la integridad de sus directores, la salvaguardia física de sus activos y, lo que tal vez sea igualmente importante, debido a la estricta supervisión de los fondos por la Comisión de Cambio y Bolsa, Securities and Exchange Commission (S.E.C.), de acuerdo con la Federal Investment Company Act de 1940 y por los Comisionados de Valores (Securities Commissioners) de nuestros estados, de acuerdo con las leyes estatales aplicables” (13).

La evolución en Europa y Japón es algo reciente, sin el arraigo americano, pero con resultados y éxito proporcionalmente similares. No olvidemos que en Francia han empezado a funcionar los SICAV, Sociétés d'Investissement à Capital Variable, el 10 de marzo de 1964, fecha en que se crea la primera de ellas, SOGEVAR.

En Alemania Federal, la verdadera consolidación de los Fondos de Inversión de capital abierto se remonta a 1957. En dicho año, los Fondos existentes regían un capital total de 317 millones de marcos. En septiembre de 1963, los activos de los 24 Fondos alemanes alcanzaban la cifra de 2.958 millones de DM, es decir, algo más del 3 % de la capitalización

(13) Richardson, Dorsey, Presidente de la N.A.I.C., *Desarrollo de la Inversión Mobiliaria. Especial consideración de la Inversión Colectiva*. Ponencia presentada en el Congreso Internacional de Inversión Mobiliaria. Barcelona, 1964.

bursátil. Sin embargo, en 1960 se alcanzó 3.146 millones de DM. La evolución general del mercado bursátil en 1961 y 1962, que se ha cerrado con pérdidas del índice general del orden del 9 al 22 %, ha influido evidentemente en su capitalización global.

Es indudable, pues, que en estos últimos años se observa una cierta debilitación en el ritmo de su expansión. Sin embargo, este parón en su marcha ascendente no parece indicar una falta de interés por el público; parece debido en cierta manera a la doble competencia de los Fondos extranjeros a los Fondos alemanes; por una parte, por su presencia en el mercado alemán y por otra, en los mercados de los diferentes países, en los cuales el inversor puede encontrar en su propio país Fondos que reservan una buena parte, y en algunos casos en exclusiva, a valores alemanes, restándole interés a la adquisición directa de las participaciones de Fondos alemanes. Esta reserva aparente de la clientela alemana a los Fondos, es un poco relativa si se considera que el número de certificados de participación ha aumentado continuamente, hasta el punto de alcanzar en septiembre de 1963 el récord de 64 millones.

En Gran Bretaña, país europeo con historia propia en el desarrollo de los Fondos, en el curso de los años 1931-1939 los Unit Trusts se han multiplicado rápidamente, alcanzando en 1939 el número de 96, que totalizaban activos por 80 millones de libras esterlinas. Sin embargo, las severas restricciones del mercado financiero no les permitió recoger nuevos recursos, y cierto número de ellos se liquidaron al término de su existencia estatutaria.

A partir de 1958, al desaparecer las restricciones que padecía el mercado financiero, han vuelto a tener una notable expansión; sus activos han pasado de 70 millones de libras esterlinas, a alcanzar, en septiembre de 1963, la respetable cifra de 340 millones de libras esterlinas. El número de tenedores de partes de los Unit Trusts, que se ha prácticamente doblado en tres años, pasa del millón.

A pesar de este considerable desarrollo, los Unit Trusts sólo representan alrededor del 1 % de la capitalización bursátil de los valores de renta variable. Esto se explica si tenemos en cuenta la importancia que tienen en Gran Bretaña las Sociedades de Inversión de tipo cerrado, cuyos activos sobrepasan los 2.000 millones de libras, es decir, cerca del 6 % de la capitalización bursátil de las acciones británicas, y por el hecho reciente del desarrollo de los Unit Trusts. Además, conviene mencionar el éxito de

los “clubs de Inversión”, muy próximos por sus características a los open end.

Los Investment Trusts suizos, que descansan en una base contractual inspirada en el trust anglosajón, ha tenido un gran éxito después de la guerra en la acogida del público, si bien es cierto que ven favorecido su desarrollo por el alto grado de liquidez del mercado financiero suizo. De hecho, su desarrollo no ha disminuido en los últimos quince años. En 1953 existían 22 Investment Trusts, que representaban un patrimonio global de 1.019 millones de francos suizos. A finales de 1962 eran 138, con un montante global de 5.989 millones de francos suizos. El número de Fondos y el volumen de sus capitales se ha multiplicado por cerca de 6 en estos últimos años.

Conviene destacar que no todos los Fondos están compuestos de valores mobiliarios. De los 138 Investment Trusts registrados en 1962, 63 de ellos habían colocado sus activos en valores bursátiles; los 75 restantes eran Fondos esencialmente inmobiliarios. En lo que se refiere a los open end de valores mobiliarios, su patrimonio alcanzaba en 1962 la cifra de 3.400 millones de francos suizos, representados por 17,4 millones de certificados.

Los activos de los Fondos de Inversión belgas alcanzaban en 1962 cerca de 5.000 millones de francos belgas, repartidos entre ocho Fondos del tipo open end, de los cuales cinco se han creado después de 1956. Su desarrollo es, pues, reciente y ha sido muy rápido, ya que el valor de sus activos era de 650 millones de francos belgas en 1955. Este desarrollo es tanto más notable cuanto que en Bélgica las sociedades holdings son muy numerosas.

En Luxemburgo, existen seis *open end*, cuyo activo total es del orden de los 5.000 millones de francos belgas y reparten todas sus inversiones en valores europeos. Fundamentalmente son razones fiscales las que han favorecido su expansión.

En los Países Bajos, los Fondos de Inversión han adoptado una estructura jurídica semejante a las Sociedades de Inversión de capital variable, empezando a tener importancia a partir de 1950. Actualmente, los cuatro grandes Fondos reúnen ellos solos más del 90 % de los activos totales, alrededor de 1.900 millones de florines. El más importante de ellos es el Fonds Robeco, cuyo patrimonio se elevaba en 1962 a 996 millones de florines.

Aunque de creación anterior a la segunda guerra mundial, los Fondos

japoneses sólo se han desarrollado verdaderamente a partir de 1951. Su desenvolvimiento ha sido extremadamente brillante, como lo atestiguan las cifras siguientes: a finales de 1951 su importe total era de 4.000 millones de yens; en septiembre de 1964, alcanzaba 1.223.000 millones de yens, alrededor de 3.500 millones de dólares, aproximadamente el 11 % de la capitalización global de las bolsas japonesas. Los semi closed end alcanzaban 796.000 millones y los open end 263.000 millones de yens. La diferencia la representan los "bond trust", Fondos abiertos compuestos únicamente por obligaciones.

Una cuarentena de Fondos de Inversión operan actualmente en el Japón bajo la dirección de 14 sociedades especializadas. Sin embargo, sólo 20 Fondos que dependen de cuatro sociedades muy poderosas (Daiwa, Nikko, Nomura y Yamaichi) se reparten alrededor del 80 % de los activos totales. Sin entrar en detalles, precisemos que los open end distribuyen cada semestre tanto los dividendos percibidos como las plusvalías realizadas. Los Fondos semi closed end, con mucho los más importantes, se constituyen generalmente sólo con una duración de cinco años prorrogables. Cada mes se pone en suscripción una nueva emisión y los repartos anuales sólo son a cargo en principio de los dividendos cobrados. Las plusvalías realizadas y acumuladas se reparten cada cinco años, lo que, teniendo en cuenta la evolución bursátil, quizás haya contribuido a su prosperidad.

Hemos dejado para el final a Francia, que no autorizaba, como nuestro país, las sociedades de capital variable, hasta fecha muy reciente. Vamos a tratar de analizar la situación en nuestro país vecino, exponiendo y comentando un reciente trabajo publicado en el prestigioso semanario francés "La vie française", por J.-C. Regnier (14).

Después de año y medio de vigencia legal, se han creado nueve Fondos de Inversión, patrocinados por los más importantes Bancos, entre ellos los cuatro grandes Bancos nacionalizados. Algunos ya han publicado los resultados de su primer ejercicio y pagado su primer dividendo. Evidentemente, es prematuro enjuiciar el porvenir de una institución que sólo cuenta prácticamente con un solo año de vida, pero para nosotros españoles, en que todavía no se han puesto en marcha los Fondos de Inversión, sí que ofrece gran interés ver el comportamiento y aceptación que han tenido en el mer-

(14) Regnier, J. C., *Les SICAV ont pris un bon départ*. "La vie française", 20 agosto de 1965.

cado financiero francés, y será la razón por la que nos extenderemos algo más de lo que lo hemos hecho con los demás países.

La impresión general es que se considera que la experiencia ha conocido una iniciación satisfactoria, teniendo en cuenta en particular la baja de la Bolsa de París y también ciertos obstáculos, fundamentalmente la desconfianza instintiva de una gran parte de la población francesa con respecto a las inversiones a largo plazo, tan desvalorizadas desde hace tiempo por la inflación.

En su origen, el activo neto de los Fondos franceses, constituido por las aportaciones de sus promotores, era de unos 350 millones de francos. En 31 de diciembre de 1964, es decir, nueve meses después del arranque de los primeros Fondos, se elevaba a 700 millones; en la actualidad alcanzan los 1.000 millones de francos. La progresión de los capitales administrados por los SICAV, Sociedades de Inversión de capital variable, nombre de los Fondos franceses, se debe únicamente a las suscripciones de su clientela, excepto a la absorción de dos sociedades cerradas o closed end por dos Fondos, a pesar de la tendencia en baja de la Bolsa durante este período.

Estos 1.000 millones de francos es una cifra modesta, si se tiene en cuenta que sólo representa un 1 % de la capitalización bursátil de los valores franceses de renta variable. Pero, sin embargo, representa un tercio del activo neto total de las sociedades de inversión clásicas, excluyendo France-obligations.

Según los dirigentes de los Fondos, el porcentaje de los rescates es bastante débil; se calcula en un 4 % solamente. Uno de los índices más significativos, mucho más que el del volumen de su activo, que hemos considerado anteriormente, es el número de sus socios. Se puede estimar a fin del año 1964 que los Fondos contaban con 120.000 tenedores de acciones. ¿Quiénes son estos tenedores? Las encuestas realizadas tanto por la Banca depositaria como por las propias sociedades, coincide en que la mayoría de ellos, en un 80 %, estaban ya familiarizados con la inversión bursátil. Sólo un 10 % no poseían cuenta en el Banco depositario. Los suscriptores eran en general más jóvenes que el inversor bursátil clásico. La consecuencia es lógica si pensamos que en Francia las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) han sido promovidas por la Banca, que para empezar, se ha limitado a su clientela, sin preocuparse de hacer una gran campaña publicitaria.

Otro dato interesante es que, siendo las acciones de 100 francos, la or-

den media de suscripción o de compra era de 30 acciones, lo que nos indica claramente lo repartidas que se encuentran entre el público inversor

Con un activo de 1.000 millones de francos, los SICAV son considerados por muchos como potencias capaces de influir en la marcha del mercado financiero. Hay quien les reprocha haber favorecido la baja de la Bolsa de París, al vender sus acciones muchos tenedores para suscribir SICAV. A ello contestan los promotores que “la banca nunca ha aconsejado de manera sistemática a sus clientes liquidar sus carteras de valores para sustituirlas por acciones SICAV. Cuando se han hecho arbitrajes, lo han sido a petición de los interesados, que deseaban adquirir un título que les ofrecía un amplio reparto del riesgo y las ventas efectuadas por este motivo se han compensado con creces por las compras que han efectuado los SICAV, a veces incluso en los momentos en que los particulares desertaban de Bolsa (por ejemplo, en junio de 1964)”. El hecho real es que los SICAV han sido un factor de regulación y no de perturbación.

Por la obligación que les impone la legislación francesa a los SICAV, de que un mínimo de un 30 % de sus activos esté invertido en obligaciones francesas y fondos públicos del estado francés, no cabe duda de que han contribuido a sostener el mercado de obligaciones. Todos los SICAV están por encima de este mínimo, entre el 34 y el 41 %, y concretamente en obligaciones por encima del 25 %, lo que les permite ya desde el primer año poder abonar a sus accionistas un dividendo global entre el 2,2 al 3,5 %, que corresponde sólo a nueve o diez meses de vida societaria.

Gracias a las obligaciones y en menor medida, a su cartera de valores extranjeros, los SICAV han resistido muy bien la baja de la Bolsa de París.

Jurídicamente, la fórmula francesa de SICAV es la de sociedad anónima por acciones de 100 francos de capital abierto, pero al mismo tiempo goza de las ventajas de rescate de los Fondos. Es decir, las acciones están siempre a disposición del público, en emisión ininterrumpida. Cada día, después de la Bolsa, la sociedad calcula el valor neto de su activo, después lo divide por el número de acciones en circulación. El precio de emisión es igual al valor de la acción así calculado, incrementado en un 5 % destinado a cubrir los gastos de emisión y los de adquisición de los valores. Este precio se aplica, por regla general, a todas las suscripciones recibidas por la sociedad antes de la sesión de la bolsa siguiente.

Salir de un SICAV es cosa también muy sencilla. Los accionistas pueden pedir en todo momento la recompra o rescate de sus acciones. En la práctica, el precio de rescate es igual al valor intrínseco de la acción, calculado después del cierre de la Bolsa que sigue a la recepción de la petición de rescate. No se percibe ninguna comisión por ello.

El aspecto más beneficioso de los *open end*, del papel que desempeñan en el mercado financiero, es sin duda, su tendencia a movilizar el ahorro hasta entonces improductivo. La experiencia extranjera nos da interesantes enseñanzas sobre la naturaleza y la eficacia de las técnicas puesta en práctica por los Fondos.

Se han puesto en práctica numerosas fórmulas por los dirigentes de los Fondos para atraerse una nueva clientela, basadas en un conocimiento profundo de las preocupaciones, necesidades y medios particulares. Una de las maneras más interesantes a este respecto, ha sido la generalización de diversas fórmulas de planificación regular de las inversiones, para su utilización por el pequeño ahorro. Los Estados Unidos ofrecen un campo más vasto de elección. Variadas fórmulas permiten incluso a los ahorradores que tienen rentas modestas, constituir una cartera según su propia idiosincrasia o suscribir en forma acumulativa. A la inversa, para los accionistas que desean aprovechar sus inversiones para obtener una renta normal y fija, se establecen planes de reinversiones sistemáticas. Hay fórmulas que ofrecen la ventaja de estar asociadas con un seguro de vida. En Gran Bretaña, planes de ahorro de concepción similar han sido ofrecidos al público por los Unit Trusts, obteniendo un gran éxito, representando actualmente el 8 % de la renta total de los Units.

Todas estas innovaciones, junto con la especialización de los Fondos, cuyo objetivo es permitir hasta a los ahorradores más modestos gozar de las ventajas que ofrece la inversión mobiliaria y participar del desarrollo general o de una rama determinada, han contribuido indudablemente a una amplia difusión de los certificados de Fondos entre el público.

Destaca claramente en los Estados Unidos la intensidad de esta penetración, ya que el número de poseedores de certificados de los Fondos ha progresado enormemente en estos últimos veinte años. Mientras en 1945 los *open end* sólo contaban con 500.000 titulares, a finales de 1962 eran casi seis millones. Los estudios hechos con el fin de determinar la estructura de los poseedores de certificados de los *open end*, demuestran que el partícipe tipo de un Fondo es al mismo tiempo accionista directo, es decir, cliente

del mercado bursátil, como en la joven experiencia francesa, que dispone de cuenta bancaria, de ahorro y de seguro de vida. Parece que los open end han sido creados para facilitar la solución de los problemas que tenía planteados la gente ya interesada en los valores mobiliarios, lo cual no es obstáculo para que hayan conseguido captar para este tipo de inversión ciertas clases de ahorradores que hasta entonces estaban apartados de los valores mobiliarios. Si consideramos la intensidad de su penetración en todos los medios sociales, podemos llegar a pensar que han logrado los Fondos recoger un ahorro que sin ellos hubiera permanecido al margen del mundo financiero.

La situación es un poco diferente en Gran Bretaña, donde no parece que todavía hayan logrado penetrar en ciertas capas de la población. tales como obreros y campesinos. Por el contrario, en Alemania Federal la difusión de los certificados es mucho más amplia. Según las estadísticas publicadas por ciertos Fondos, cerca del 35 % de los certificados están en posesión de empleados y obreros y cerca del 20 % en manos de las amas de casa. Además, cerca del 60 % sólo poseen menos de 10 partes.

Es sin duda en el Japón donde los Fondos se han difundido de una manera más amplia entre el público. Los Fondos japoneses, que en un principio sólo eran una transposición de una creación anglosajona, rápidamente han desempeñado funciones y aspectos inéditos. Los Fondos, gracias a haber conseguido asegurar a sus titulares rendimientos extraordinariamente elevados, sobre todo en el período 1958 a 1961 de muy fuerte alza bursátil, han llegado a recoger una parte muy importante del ahorro japonés. La penetración ha sido general, alcanzando a todas las capas sociales, incluso a las económicamente débiles. He aquí los resultados: el número de poseedores de certificados se ha multiplicado por diez en cuatro años; en 1956 eran 425.000 y en 1960, 4.016.000. El importe del certificado a menudo no pasaba de 1.000 yens, es decir, unas 165 pesetas, lo que ha permitido colocar los certificados en los medios más modestos. Las estadísticas a este respecto son muy significativas: en 1960, el 99,8 % de los certificados estaba en manos de personas privadas y el 58 % de las suscripciones eran inferiores a 5.000 yens, es decir, unas 825 pesetas. La democratización de los Fondos en el Japón parece ser una cosa lograda, cumpliendo una verdadera función social.

Los Fondos, como organismos redistribuidores del ahorro, están llamados a desempeñar en el mercado financiero un papel de gran importancia.

Sin embargo, es bastante difícil de definir con precisión este papel y hay que evitar conclusiones prematuras. Actualmente, y de una manera general, los Fondos, ya sean americanos o europeos, invierten preferentemente sus capitales en valores de amplio mercado. En Europa, los Fondos internacionales no especializados, están constituidos por un número reducido de títulos de los grandes valores. En algunos países el conjunto es muy estrecho; así, en Alemania Federal, diez valores de primerísima clase representan frecuentemente una proporción que varía entre el 30 y el 50 % del total de sus carteras. Los imperativos de seguridad y liquidez a los cuales están sometidos los Fondos en sus inversiones, y la imposibilidad práctica que tienen de abastecerse en mercado a menudo estrechos, son otras tantas razones que pueden explicar la orientación dada a sus preferencias de compra de valores.

Sin embargo, en ciertos países los Fondos reservan una parte no despreciable de sus activos a la adquisición de títulos no cotizados en las bolsas, contribuyendo directamente a la financiación de empresas que no tienen acceso al mercado financiero. En ningún país como en el Japón las inversiones de esta naturaleza han conseguido mayor desarrollo; disponiendo de enormes medios, los Fondos japoneses han llegado hasta a desempeñar un papel eminentemente activo en la aceleración del desarrollo económico del país.

Se ha manifestado muy a menudo el temor de que los open end vienen a competir con el Estado en el mercado financiero. También frecuentemente se ha reprochado a los Fondos el desarrollarse en detrimento de las formas tradicionales del ahorro y el haber provocado modificaciones estructurales que podrían llegar a ser peligrosas. ¿Qué hay de realidad en todo ello? A falta de una respuesta categórica, la experiencia extranjera nos permitirá dar algunos elementos capaces de esclarecer un poco el problema planteado.

La situación en Suiza en 1959 nos facilita un ejemplo interesante. En dicho año, el desarrollo de los Fondos de Inversión había sido prodigioso. El número de partes en circulación había pasado de 7 a 13 millones y los activos habían aumentado en más de un 50 %. El valor de los certificados emitidos alcanzaba sólo en 1959 la cifra de 839 millones de francos suizos. En una carta circular de 8 de diciembre de 1959 dirigida a los bancos y ciertas sociedades financieras, el Banco Nacional de Suiza se inquietaba por la multiplicación de los Fondos de Inversión en el curso del año. Esti-

maba que, debido a la actividad de los Fondos, una parte no despreciable del ahorro público se había desviado de su destino tradicional, lo que, a largo plazo, podría tener efectos perjudiciales en la estructura misma del ahorro, dado que, añadía el informe, la liquidez necesaria en las compras de las partes se tomaba de las cuentas de ahorro y los depósitos bancarios. Sin embargo, en el curso de este mismo año, los depósitos de ahorro en los bancos prosperaron en un 9 %, contra un 6 % en 1958, y los capitales de las cuentas de ahorro aumentaron en un 17 %, el mismo que en 1958. Por otra parte, se registró un crecimiento paralelo del ahorro de los particulares en las compañías de seguros. En cuanto a la recogida de dinero del mercado de capitales, por las emisiones públicas y privadas, alcanzó la cifra récord de 2.400 millones de francos suizos, contra 1.200 millones en 1958.

Los temores del Banco Nacional no parecían fundados, y de hecho, algunos meses más tarde, decidía suavizar su actitud restrictiva en relación con la creación de nuevos Fondos.

Uno de los miembros de la Comisión encargada del anteproyecto de la ley suiza sobre los Fondos de Inversión, escribía en 1960: "No se ha demostrado todavía que los certificados de los Fondos de Inversión sean suscritos principalmente por el ahorro tradicional, y, por consecuencia, lo sean en detrimento de las formas clásicas de este ahorro. El ahorro colectivo, pólizas de seguros, Fondos de jubilación, es sin duda a este respecto mucho más importante por sus repercusiones sobre el ahorro individual."

En Alemania Federal, las cifras recogidas traducen la misma tendencia de desarrollo paralelo de los Fondos y de otras formas de ahorro. Los depósitos de ahorro, que se elevaban en 1957 a 4.700 millones de DM, alcanzaron en 1962 la cifra de 7.200 millones de DM. Las emisiones de obligaciones privadas y públicas han aumentado igualmente en notables proporciones durante estos últimos años. Lo mismo ha ocurrido con el ahorro recogido por las compañías de seguros y cajas de jubilación, que han pasado de 1.500 millones en 1957 a 3.200 millones de DM en 1962.

Se han podido recoger indicaciones idénticas en otros países; los hechos no autorizan, pues, a establecer la conclusión de que los *open end* se presenten como competidores modestos frente a los poderes públicos, y aún más cuando no se han podido constatar perturbaciones en los mercados financieros de aquellos países en los que se han desarrollado los *open end*.

En diferentes ocasiones y en diversos países, las autoridades públicas se han preocupado grandemente de la influencia que los open end pueden ejercer en el mercado bursátil. El gran desarrollo de estas instituciones justifica el que se haya planteado este problema. Estamos en nuestro perfecto derecho de pensar, por ejemplo, que los open end americanos, que ellos solos representan el 6 % de la capitalización de los valores cotizados en la Bolsa de Nueva York, teóricamente puedan ser capaces de provocar intervenciones masivas en el movimiento de las cotizaciones, que no sean del todo necesarias. Su influencia podría ser tanto más decisiva, cuanto que el valor de los títulos movilizados en un mes en la Bolsa de Nueva York es apenas del orden del 1 al 1,5 % del valor total de los títulos cotizados.

La observación de esta posible acción de los Fondos en la Bolsa es muy difícil. Podemos saber el nivel de ventas y compras directas efectuadas por los open end, pero la política de los Fondos está determinada esencialmente por la actitud de sus gestores. Las peticiones de rescate masivas de certificados, obligarían a los Fondos a vender en bolsa; por el contrario, las nuevas suscripciones les permitirán comprar en el mercado y ejercer en su caso una influencia decisiva en la evolución de determinadas cotizaciones.

Estudiemos, pues, el comportamiento de los Fondos en las fuertes fluctuaciones bursátiles. Así, pues, durante cada uno de los principales períodos de baja ocurridos después de la segunda guerra mundial, los *Mutual Funds* en los Estados Unidos siempre han comprado más títulos que los que han tenido que vender. En este sentido, indudablemente han contribuido a sostener el mercado. La fuerte baja de Wall Street, cuando la crisis de Cuba, el 28, 29 y 31 de mayo de 1962, ha dado ocasión de comprobar de nuevo el papel de regulador del mercado que pueden desempeñar los Fondos.

En esta época, los *Mutual Funds* americanos disponían de caja abundante, como resultado de una política de inversiones muy prudente, que habían adoptado durante el primer cuatrimestre de 1962.

De la encuesta llevada a cabo por el Investment Companies Institute en 54 Fondos, se desprende que los *Mutual Funds* han comprado el 28 de mayo 681.000 acciones y han vendido 151.000. El 29 de mayo, sus compras alcanzaron la cifra de 639.000 y sus ventas 171.000 acciones. El 31 de mayo, por el contrario, sus ventas fueron de 691.000 ac-

ciones y superaron a las compras, que sólo llegaron a 316.000 acciones. Los días siguientes, las compras superaron con mucho a las ventas. Entre el 28 y el 31 de mayo, período precisamente señalado por una fuerte baja del conjunto del mercado, los *Mutual Funds* habían comprado, pues, por diferencia con las ventas, 622.000 acciones. Otro punto interesante a destacar, es que las compras netas de los *Mutual Funds* han sido las más elevadas del grupo de inversores institucionales, aunque los open end sólo han participado en un 18 % en el volumen global de negocios del grupo. Además, a pesar de la selección de sus compras, los *Mutual Funds* han contribuido ciertamente a crear en el mercado un no despreciables shock psicológico.

¿Qué ha ocurrido durante este período con las ventas y rescates por los *Mutual Funds* de sus propios títulos? En un solo día, el 28 de mayo, las recompras de certificados importaron 6.800.000 dólares, frente a las emisiones, que sólo ascendieron a 4.400.000 dólares. Al día siguiente, las suscripciones, 26.900.000 dólares, excedieron de nuevo a los rescates, 6.900.000 dólares. Durante todo el mes de mayo de 1962, las emisiones importaron 292.345.000 dólares, contra 121.693.000 dólares de las recompras. La tendencia ha sido, pues, inversa para las acciones y para las partes de los open end, que de hecho se transformaban en valores refugio. Esta actitud, por otra parte, se explica muy bien: los accionistas de los *Mutual Funds* no tienen las mismas reacciones que los accionistas directos. Su psicología está dominada por la idea de inversiones duraderas, desprovistas de toda intención especulativa. Por otra parte, las comisiones elevadas percibidas en las suscripciones de los certificados de los *Mutual Funds*, hacen muy ilusoria la realización de plusvalías a corto plazo.

En conclusión, durante la baja de mayo de 1962, como durante las bajas anteriores, parece que la política de los Fondos ha ejercido en el mercado un efecto regulador en doble aspecto: sobre sus compras en Bolsa, los *Mutual Funds* han contribuido en el límite de sus posibilidades a frenar la baja y después a fomentar la recuperación; además, el saldo positivo de sus emisiones testimonia la confianza que han gozado durante períodos en los que precisamente los accionistas directos reaccionaban nerviosos.

La ausencia en Europa de información global y homogénea, que pudieran dar instituciones análogas a la N.A.I.C. americana, hace más

difícil el análisis del comportamiento de los Fondos y de su acción sobre el mercado bursátil; las informaciones de que disponemos vienen directamente de diversos Fondos y se presentan según las normas propias de cada uno de ellos.

Recordemos que en Alemania Federal, la baja de las cotizaciones se ha prolongado durante todo el año 1962, y que el nivel más bajo fue el 12 de octubre, cuando la crisis cubana. La baja representaba entonces alrededor del 40 % en relación con el 31 de diciembre de 1961. A pesar de esta situación, poco atractiva, las suscripciones de los certificados de los Fondos en su conjunto, siempre han sobrepasado a las recompras o rescates. La Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen, que dirige tres Fondos (Investa, que él solo representa alrededor del 20 % de los activos totales de los open end alemanes; Intervest y Akkumala), indica que en el período comprendido entre el 1.º de octubre de 1961 y el 30 de septiembre de 1963, el número de partes en circulación ha aumentado en 1.465.000 unidades. De la misma manera señala la Allgemeine Deutsche Investment Gesellschaft (Fonda-Fondak-Adifons-Adiropa-Tresora), que ha colocado 1.447.000 certificados desde el 1.º de julio de 1961 al 30 de junio de 1963. El número de partes de Unifonds ha aumentado igualmente en un 57 % entre el 1.º de octubre de 1961 y el 30 de septiembre de 1963, y la dirección del Fondo ha podido precisar que las partes rescatadas en el curso del ejercicio de 1963, nunca han representado más del 1,5 % del número de partes emitidas. En Alemania, como en Estados Unidos, parece, por otra parte, que un cierto número de inversores privados han hecho arbitraje de sus acciones por certificados de los Fondos. Es más difícil de determinar la política de inversiones seguida por los Fondos en este período. Parece, sin embargo, que si se han realizado algunas ventas destinadas a aumentar la liquidez de caja, no han tenido gran amplitud. Por el contrario, numerosos Fondos parecen haber comprado en el momento más propicio de la baja, y de esta forma haber contribuido al sostenimiento eficaz del mercado.

Finalmente, en Suiza, a pesar de la fuerte baja de las cotizaciones, del orden del 30 % durante el mes de junio de 1962, ninguna demanda masiva de rescate se ha registrado por parte de los tenedores de certificados. Durante todo el año, el número de partes emitidas ha progresado en cerca de tres millones de unidades, pasando de 19,3 millones a 22,3 millones.

Si la política de los Fondos y por consiguiente su acción directa sobre

las cotizaciones, es frecuentemente difícil de determinar, sí se puede establecer una conclusión previa: el público, lejos de retirar su confianza en períodos de marasmo bursátil, por el contrario ha visto en los Fondos un valor refugio, una defensa eficaz contra los inconvenientes de una depresión general de las cotizaciones.

En el momento en que nuestro mercado financiero, debido al Decreto Ley de 30 de abril de 1964, está a punto de enriquecerse con tales instituciones, es totalmente satisfactorio constatar que se han impuesto brillantemente por todo el mundo.

Pero su prosperidad, dice finalmente el Informe del Crédit Lyonnais, perfectamente aplicable a nuestro país, no es un fin en sí misma: lo que importa es que pueda contribuir eficazmente a una política de conjunto. A este respecto, parece esencial que hay que apreciar en qué medida son susceptibles de facilitar a nuestro país la solución de problemas tan fundamentales como la financiación de las inversiones y la canalización del ahorro inmovilizado e improductivo.

Finalmente, para terminar este trabajo, pasaremos a estudiar la reciente legislación española, que permite que en un próximo futuro pueda contar nuestro ahorro con estas modernas y tan útiles formas de inversión.

El Decreto Ley 7/1964, de 30 de abril de 1964, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio, no sólo perfecciona y actualiza la regulación de las Sociedades de Inversión Mobiliaria clásicas de capital fijo, sino que también establece las de capital variables y los Fondos de Inversión en España.

“Sin embargo, la problemática actual de la inversión, dice el texto legal, no puede quedar reducida a estos perfeccionamientos en las Sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo. En el derecho comparado surge cada vez con mayor vigor la figura de las Sociedades a fondos de carácter abierto, Instituciones que pueden aumentar en forma flexible su capital, para admitir en cualquier momento nuevas participaciones y permitir, en consecuencia, a los accionistas partícipes, el reembolso inmediato de los títulos representativos de su aportación. Así puede recogerse inmediatamente el ahorro disponible en el mercado, con la garantía de ofrecer una liquidación más fácil y rápida que la que resultaría de la inversión individual.”

“Las Sociedades de inversión de capital variable quedan sometidas al régimen general de las Sociedades, pero se les concede la facultad de ampliar instantáneamente su capital o de reducirlo mediante la compra de acciones

a los accionistas. Los Fondos, que se presentan con muy diversas variantes, responden a la idea de puesta en común de un conjunto de valores que constituyen un patrimonio afectado al cumplimiento de la finalidad inversora. Frente al mismo, los partícipes detentan unos títulos o certificados, reembolsables a voluntad. En estos casos, son asimismo figuras indispensables la de la Sociedad gestora, encargada de la administración y representación del patrimonio, y la Entidad depositaria, a la que corresponde la custodia de los valores que lo componen.”

Las formas de inversión colectiva que establece el referido Decreto Ley son cuatro, de las cuales sólo una pertenece al antiguo sistema de puerta cerrada o closed end:

a) La Sociedad de Inversión Mobiliaria de capital fijo (closed end), cuya regulación anterior, Ley de 27 de diciembre de 1958, queda ampliamente perfeccionada en el nuevo texto legal, acogidas a la forma jurídica de sociedad anónima por acciones.

b) Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable (open end), cuya autorización se contiene en el artículo 6.º del Decreto Ley, pero cuya viabilidad queda pendiente de la publicación de su Reglamento correspondiente. Como la anterior, tiene la naturaleza jurídica de sociedad anónima por acciones.

c) Los Fondos de Inversión Mobiliaria (open end), autorizados por el artículo 7.º del Decreto Ley, y regulados por su respectivo Reglamento, según Orden Ministerial de 5 de junio de 1964, siendo su naturaleza jurídica la de comunidad de bienes, respondiendo al sistema anglosajón de “trust”.

d) Los Fondos Inmobiliarios, es decir, Fondos de Inversión Mobiliaria creados para adquirir exclusivamente valores que representen bienes inmuebles o actividades relacionadas de una manera directa con la riqueza inmobiliaria.

De las Sociedades de Inversión Mobiliaria, incluidas las de capital variable, poco quisiéramos decir, pues son más conocidas y además las consideramos menos adecuadas al tema social de esta exposición. Sin embargo, consideramos necesario destacar la creación dentro de la forma jurídica de sociedad anónima, de la Sociedad de Inversión Mobiliaria de capital variable. Aun quedando sujetas al régimen general de sociedades, siempre que tengan la misma finalidad y cumplan las condiciones establecidas para las de capital fijo, se les reconoce para ello la posibilidad de aumentar o dis-

minuir automáticamente su capital, bien por emitir nuevas acciones, bien por reembolsar parte de las existentes. En ningún caso están autorizadas para admitir aportaciones no dinerarias, excepto títulos que puedan ser integrados en la cartera de estas Sociedades. Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable, podrán adquirir sus propias acciones, siempre que estén totalmente desembolsadas, sin previo acuerdo de reducción del capital, y retenerlas hasta que se considere conveniente su venta. Entretanto, quedará en suspenso el ejercicio de los derechos incorporados a las acciones que posea la sociedad. Si con motivo de la recompra de acciones, el capital de la sociedad de inversión se redujera a una cifra inferior al capital mínimo fijado, de cincuenta millones de pesetas, tienen el plazo de un año para alcanzar de nuevo el referido importe mínimo, perdiendo automáticamente, caso de no conseguirlo, la condición de sociedad de inversión de capital variable, para quedar sometidas a la Ley de sociedades anónimas, sin excepción.

Así como los Fondos de Inversión Mobiliaria, que estudiaremos a continuación, se rigen por órganos externos a las mismas, Sociedad Gestora y Entidad Depositaria, la dirección y representación de las Sociedades de Inversión corresponden a los órganos internos clásicos, Junta General, Dirección y Consejo de Administración. El control depende de la mayoría de los accionistas, y las posibilidades de “salida” para sus accionistas se reduce a la venta de sus acciones en Bolsa. La experiencia demuestra que esta “salida” no es ventajosa, pues raras veces la cotización de las acciones responde al valor del patrimonio de la Sociedad de Inversión, su cartera de valores, ya que su precio bursátil está influido fundamentalmente por la ley de la oferta y la demanda. Este “desagio” o “descuento”, diferencia entre la valoración bursátil y el valor real del activo de la Sociedad, suele ocurrir en un 90 % de los casos y alcanza una diferencia del 5 al 30 % del valor real.

Para evitar este perjuicio al inversor, se han popularizado en el mundo entero los Fondos de Inversión Mobiliaria, basados en el sistema llamado comúnmente de open end o puerta abierta. Los Fondos de Inversión Mobiliaria serán de cuantía variable, integrados por un conjunto de valores mobiliarios y dinero pertenecientes a una pluralidad de inversores, que tendrán sobre los mismos un derecho de propiedad representado por un certificado de participación. Estos certificados o títulos, he aquí una gran novedad en nuestra legislación, no tienen valor nominal, pudiendo cada certificado agrupar varias participaciones. Es decir, el patrimonio del Fondo queda di-

vidido en partes alícuotas del mismo, en participaciones, representadas por certificados, que son los adquiridos por el público. El fin exclusivo de estos Fondos de Inversión habrá de ser la adquisición, tenencia, disfrute administración en general y enajenación de valores mobiliarios admitidos a cotización oficial, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento de sus diferentes inversiones, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades.

Así como las Sociedades de Inversión y los Fondos Inmobiliarios pueden, previa autorización del Ministerio de Hacienda, adquirir títulos que no figuren en la cotización oficial, por un importe que no exceda del 30 % del activo de la Sociedad de Inversión, los Fondos de Inversión Mobiliaria sólo pueden poseer valores que coticen oficialmente en alguna Bolsa, emitidos por empresas que cuenten, por lo menos, con tres años de existencia y que tengan los Balances y Cuentas de Resultados correspondientes a los ejercicios que abarquen dichos años legalmente aprobados en la fecha de integración de sus títulos en el Fondo. Estos títulos pueden adquirirse libremente, ya sean de renta fija o variable, mientras que la reciente legislación francesa exige que el 30 % de su patrimonio esté materializado en valores de renta fija.

Como hemos indicado anteriormente, el Fondo responde a una comunidad de bienes y la administración y representación corresponde a una Sociedad Gestora. Su activo estará depositado en un Banco, Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro (I.C.C.A.) y en las propias Cajas, que serán las Entidades Depositarias. La legislación española, a diferencia de la francesa, exige la independencia entre la Gestora y la Depositaria, de manera que los administradores de la primera no podrán serlo de ningún Banco o Caja de Ahorro y que la mitad más uno de los mismos han de ser españoles de origen o nacionalizados con veinte años de antelación a su nombramiento.

La Sociedad Gestora, constituida en sociedad anónima con capital mínimo de cinco millones de pesetas, se ocupará de la dirección, administración y representación del Fondo y de sus valores, lo que supone en la práctica ser la responsable de la política de inversiones seguida por el Fondo, llevar la contabilidad y rendir cuentas, autorizar la emisión y rescate de certificados, distribuir resultados, etc. Para que la participación extranjera sea superior al 50 %, se precisa autorización del Consejo de Ministros. Se inscribirán en un Registro especial, que llevará el Instituto de Crédito a

Medio y Largo Plazo. Las remuneraciones de la Sociedad Gestora vendrán, por un lado, del Fondo, en la forma que se fije por los Reglamentos, y por otro, de los suscriptores de participaciones del Fondo, quienes en el momento de comprar o vender participaciones, abonarán un tanto por ciento destinado en principio al pago de gastos y el sobrante a ingreso de la Sociedad Gestora. Queda de todos modos autorizada, en casos de fuerza mayor, a suspender temporalmente las operaciones del Fondo.

La Entidad Depositaria, Banco, I.C.C.A., o cualquiera de las Cajas de Ahorro, cuidará de la custodia de los valores que componen el Fondo, de la compraventa de los mismos en Bolsa, a través de los Agentes de Cambio y Bolsa o Corredores de Comercio, del cumplimiento de órdenes de suscripción y reembolso de participaciones, de la custodia de los haberes líquidos del Fondo y pago de los beneficios obtenidos por el mismo. Percibirá como única retribución los mínimos señalados en las tarifas bancarias.

Una de las grandes ventajas de los Fondos de Inversión Mobiliaria está en su casi total liquidez; de la máxima facilidad y seguridad para entrar y salir en la inversión, con lo cual obtiene el inversor modesto la mayor libertad de acción, con el menor riesgo. Todo partícipe tiene dos posibilidades de salida o rescate de su inversión: una, la normal del mercado, es decir, la venta a un tercero de su parte en el mercado bursátil, y otra, la del obligado rescate por el propio Fondo al precio de valoración diaria, según la cotización oficial de los títulos que la componen, con el descuento, en su caso, de una comisión preestablecida. Esta doble salida lleva consigo, con ventaja en relación con las Sociedades de Inversión Mobiliaria, que el precio del mercado no puede diferir mucho del de rescate, evitándose el “desagio” o descuento a que nos hemos referido anteriormente.

El mecanismo de actuación de un Fondo es muy simple: los certificados de participación se venden constantemente, a petición de cualquier interesado, al precio de valoración diaria del Fondo, que, como hemos dicho, no es otro que el valor bursátil de los valores que lo forman, dividido por el número de partes en circulación. Su aumento o disminución puede y debe ser constante y se hace, por un lado, emitiendo o rescatando certificados o partes y, por otro, comprando o vendiendo títulos. En las operaciones de compra de certificados deberá intervenir el Agente de Cambio y Bolsa o corredor Colegiado de Comercio.

Aunque el patrimonio del Fondo puede aumentar o disminuir en todo momento por suscripción o reembolso de certificados, guardará determina-

das reglas en la realización de sus inversiones. Al menos un 90 % estará invertido en valores cotizables en Bolsa y el 10 % restante en efectivo o imposiciones, aunque eventualmente este porcentaje puede alcanzar un 30 % durante un plazo que no exceda de tres meses. Como máximo, un 10 % del valor del Fondo podrá ser invertido en valores emitidos por una misma sociedad, salvo en los emitidos por el Estado o que gocen de su aval. Se prohíbe también una participación superior al 5 % de cada uno de los capitales propios de las sociedades en que se hallen interesados. La adquisición o enajenación de valores, deberá hacerse al cambio oficial del día en que tenga lugar la operación, o del anterior más próximo. Figurarán inscritos, lo mismo que las Sociedades de Inversión, en el Registro Especial de Sociedades y Fondos de Inversión, que se llevará en el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo.

Es importante asimismo conocer las obligaciones de información que habrán de cumplir los Fondos. En el reglamento de gestión de los Fondos, que en todo caso se identificarán por la expresión "Fondo de Inversión Mobiliaria", figurará, entre otros, el nombre de la Sociedad Gestora y su domicilio, así como el nombre de la Entidad Depositaria, característica de los certificados, procedimientos para la emisión, colocación y reembolso de los mismos, cálculo del valor de las participaciones, expresando gastos y comisiones, normas para el pago de beneficios y prestación de servicios por la Sociedad Gestora. En el impreso del certificado se hará constar a los suscriptores la información necesaria acerca de las características del Fondo. Tendrá a disposición de los partícipes trimestralmente el balance de situación de la cuenta de resultados y estados complementarios. Los días en que se celebre sesión de Bolsa, la Sociedad Gestora comunicará a la Junta Sindical de una de las Bolsas de Comercio, para su publicación en el Boletín Oficial de Cotización del mismo día, el precio de las participaciones, obtenido en la forma prevista y en función de las cotizaciones de cierre del día anterior.

Al finalizar cada trimestre natural, deberán formalizar el Balance de Situación del Fondo, que recogerá detalles acerca de los valores que integran la cartera, participaciones existentes y número de certificados en circulación, etcétera. Al balance de final de ejercicio se unirá la cuenta de resultados, que deberá ofrecer, diferenciados, los detalles de los beneficios y rendimientos obtenidos.

La información que la Sociedad Gestora facilite a los partícipes y públi-

co en general, que no sean los datos que figuren en la documentación citada en el párrafo anterior, será sometida a la aprobación previa del Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo.

Los beneficios líquidos obtenidos por los Fondos de Inversión, cualquiera que sea su origen, serán distribuidos en su totalidad entre los partícipes, haciéndose constar su origen.

La legislación española sólo distingue en líneas generales los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Inversión Inmobiliaria. Ello permite que los Fondos de Inversión Mobiliaria puedan tener una especialización determinada, como ocurre de hecho en el mercado mundial.

Por lo que se refiere a los beneficios tributarios, se concede a los Fondos de Inversión semejantes exenciones que a las Sociedades de Inversión: del impuesto sobre Sociedades, del Impuesto sobre las Rentas del Capital por los beneficios distribuidos a sus partícipes, adaptadas en su caso a las particularidades de los mismos, y, además, la exención del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y actos jurídicos documentados, por los actos, contratos y documentos necesarios para la formalización de su constitución y disolución, así como por la emisión, desembolso, suscripción y rescate de los certificados de participación. Tampoco se incluirán en la base imponible de la Contribución sobre la Renta los beneficios que, procedentes de la enajenación de sus valores, distribuyan los Fondos a sus partícipes; ni los impuestos sobre Sociedades y sobre Rentas del Capital gravarán la transmisión de certificados por una Sociedad a sus accionistas.

He tratado brevemente de exponer algunas de las más importantes y más modernas formas sociales de inversión, nacionales y extranjeras, individuales y colectivas. Hemos visto cómo todavía las fórmulas adoptadas no han logrado la difusión requerida entre nosotros.

Concretamente la Ley de 21 de julio de 1960, creando los Fondos Nacionales para la aplicación social del Impuesto y del Ahorro, por el que se otorga a las Cajas de Ahorro la honrosa misión de difundir la propiedad privada a través del crédito. Si vemos las posibilidades oficiales de crédito y la parte utilizada del mismo, que no llega a un tercio, quiere decir o que efectivamente el desconocimiento de esta posibilidad de inversión es grande o simplemente que las condiciones legales para acogerse a la misma no son lo suficientemente atractivas y quizá fuese conveniente una modificación o ampliación de las mismas, insistiendo más en la libertad de inversión por el beneficiario.

Ha transcurrido más de un año de la Ley de Fondos de Inversión, en muchos aspectos nueva y revolucionaria en nuestra historia jurídica y sin embargo no funciona todavía ninguno de estos Fondos, que como hemos visto, gozan del favor del público inversor fundamentalmente modesto tanto en los países anglosajones, de larga experiencia, como en los latinos de reciente creación. ¿A qué es debido esta reacción negativa o de espera? Sería tema de otro discurso un análisis detallado de este problema, que voluntariamente he dado de lado ya que haría demasiado extenso este trabajo y se saldría del fin expositivo que nos hemos propuesto. ¿Separación de la Gestora de la Depositaria? Muchas más interrogantes podríamos plantear, pero haría interminable este trabajo.

Sin embargo, tengo confianza en que la actual administración considerará las posibles deficiencias de la actual legislación y vista la experiencia la adaptará a las necesidades actuales del Mercado de Capitales.

El Ministro de Hacienda, Excmo. Sr. Don Juan José Espinosa Samartín, ha demostrado el interés primordial que presta a este problema, cuando pocos días después de su toma de posesión visitaba la Bolsa de Madrid. “He querido que mi primera visita oficial como ministro sea a la Bolsa, con lo cual queda patente el interés que en mí despierta esta institución fundamental, a través de la cual se canaliza una gran parte del ahorro privado del país y que indudablemente revela su grado de madurez económica”.

Estas palabras revelan un gran interés por la institución bursátil, pero el ministro de Hacienda va más lejos, quiere que sea un motor social de la inversión, no sólo de los inversores tradicionales, sino que, como decíamos anteriormente, sea el instrumento adecuado que utilicen todas las capas sociales, incluidos los económicamente débiles, para entre todos hacer el desarrollo económico de España.

Y termino mi discurso con las palabras finales del Ministro de Hacienda, Sr. Espinosa: “Tengo gran confianza en el porvenir de la Bolsa, y estoy dispuesto a prestar la máxima atención a este poderoso instrumento que sirve, y ha de servir más todavía en el futuro, al desarrollo económico de nuestro país. Un país sin Bolsa no es un país en desarrollo. Una Bolsa fuerte presenta al país que la tiene con una gran prosperidad, por lo que es conveniente elevar entre los pequeños inversores el incentivo de inversión y atraer ese dinero al mercado de capitales.”

DISCURSO DE CONTESTACIÓN

POR EL PRESIDENTE PERPETUO DE LA CORPORACIÓN

EXCMO. SR. D. RICARDO PIQUÉ BATLLE

Excelentísimo Señor Presidente:

Excelentísimos e Ilustrísimos Señores:

Ilustrísimos Señores Académicos:

Señoras y Señores:

Contestar el discurso de un recipiendario siempre constituye un motivo de satisfacción para el elegido; y, si cual ocurre hoy, el nuevo Académico, aparte de su personalidad científica que le ha hecho merecedor de la investidura, reúne la condición de amigo entrañable, la labor resulta doblemente grata.

Hace un momento, al dar comienzo a su Discurso de Ingreso el Ilustrísimo Señor Marqués de la Vega-Inclán, se preguntaba en voz alta, con discreta humildad, cuáles podían ser los merecimientos que condujeron a su elección, deteniendo su examen en un hecho de singular importancia y al que nuestro recipiendario trata de quitar mérito: su profunda fe y convicción en la unidad de Europa.

Tener fe, por muy profunda que sea, en la unidad de Europa, por sí sola no constituiría, evidentemente, motivo de investidura académica, porque el tamiz por el que deben filtrarse los méritos del candidato es extraordinariamente fino y sensible. Hace falta mucho más para ello: una labor de calidad probada y un historial científico de altura.

Que tales antecedentes concurren en el nuevo académico, no sería necesario destacarlo ahora después de su elección, después de haber recibido, por votación unánime, el "placet" del Pleno de la Academia que hubo previamente de considerarlos; mas conviene, en cumplimiento del protocolo, y aun a riesgo de herir la fina y susceptible sensibilidad de nuestro nuevo colega, que los enumeremos, por lo menos tan sucintamente como sea posible a fin de aunar ambas exigencias.

Terminados sus estudios de Bachillerato en el Colegio de Areneros de los Padres Jesuitas de Madrid, ingresa en la Facultad de Ciencias Exactas

de la Universidad Central, donde consigue la Licenciatura en 1945 con brillantes calificaciones.

No satisfecho todavía, simultanea los estudios de Derecho y Economía y es posteriormente nombrado Profesor Ayudante en la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de Madrid, encargado de un grupo de Cátedra en la que explica “Análisis matemático para economistas”, primero y segundo Cursos, durante seis años.

Enamorado de las cuestiones financieras, cuyo profundo estudio emprende con todo entusiasmo, decide opositar la plaza de Agente de Cambio y Bolsa de Barcelona, que obtiene en 1951.

Ya en Barcelona, la estela de la labor desarrollada en Madrid mueve al Instituto de Estudios Europeos a elegirle para un cargo directivo, en el que sigue en la actualidad y en el que ha cosechado brillantes éxitos.

Invitado por el Gobierno Norteamericano visita en 1960 los Estados Unidos para estudiar el funcionamiento de las Bolsas de aquel país, así como su organización bancaria y financiera, a cuyo viaje sigue otro a Alemania en el propio año a invitación entonces del Gobierno de Bonn para estudiar el Estatuto financiero-jurídico del Berlín Occidental, labores que lleva a cabo con singular competencia.

Mas su labor sobresaliente, la que le ha dado justa fama no sólo entre nosotros, sino en el extranjero, es la desarrollada desde su puesto de Secretario General del Comité Español de la Liga Europea de Cooperación Económica, en cuyo Consejo Central, radicado en Bruselas, ocupa asimismo un destacado cargo a título personal.

El profundo conocimiento de la economía nacional e internacional que posee nuestro recipiendario, ha quedado plasmado, principalmente, en las Memorias Económicas que, desde 1956, redacta anualmente para la L.E.C.E. y en las que año tras año analiza, con sagacidad y singular acierto, las distintas vicisitudes por las que atraviesa Europa en su continuo afán de alcanzar la paz, primero, y lograr en el plazo más breve posible, la libre circulación de personas, mercancías, servicios y capitales; la creación de un arancel aduanero común; el establecimiento de una política igualmente común en el sector de la agricultura y en el de los transportes, llegando finalmente a la coordinación de las políticas económicas de las distintas nacionalidades y a un determinado acercamiento de las respectivas legislaciones nacionales; todo ello en cumplimiento del Tratado de Roma firmado el 25 de marzo de 1957.

Por otra parte, innumerables son sus artículos y trabajos técnicos publicados a lo largo de casi veinte años, e innumerables asimismo las conferencias pronunciadas. Aparte de recordar la dictada en 1963 como invitado de honor en el XIX Ciclo de Conferencias organizadas por nuestra Corporación y en la que desarrolló magistralmente el tema “La agricultura, aceleradora del Mercado Común”, séame permitido enumerar las pronunciadas sobre temas europeístas, macroeconómicos y de inversión mobiliaria en la Cámara Oficial de Comercio, Ateneo, Escuela Diplomática e I.C.A.D.E., de Madrid; Ateneo, Facultad de Ciencias Económicas, Instituto de Estudios Norteamericanos, Fórum Vergés, Colegio de Abogados y Banco de España, en Barcelona, sin olvidar sus cursillos sobre “Inversión Mobiliaria” y “El Empresario Español y el Mercado Común” profesados en E.S.A.D.E., de Barcelona, etc.

Por último, podríamos enumerar los distintos cargos ostentados por nuestro beneficiario, las menciones honoríficas que posee, etcétera; mas en aras de la brevedad, séame permitido indicar tan sólo que es Miembro de Honor de la Academia Aragonesa de Ciencias Sociales, y que la elección del Ilustrísimo Señor Marqués de la Vega-Inclán como numerario de nuestra Corporación viene, por curioso azar pero por justo imperativo de la inteligencia y no por la sola nobleza ancestral de su sangre, a seguir la tradición académica de la familia, puesto que su predecesor en el título nobiliario ocupó a su vez sendos sillones de número en las Reales Academias de Bellas Artes y de la Historia del Instituto de España.

Cumplida la primera exigencia protocolaria, adentrémonos ya en el estudio del tema que sirve de base al Discurso de Ingreso de nuestro beneficiario.

Siguiendo el propio hilo de su enjundiosa oración, detengámonos por un momento en el siglo XIII, del que se complace en estudiar, siguiendo a Brissaud, el nacimiento de la letra de cambio. Y es curioso observar que las promesas de pago hechas ante notario, sin duda alguna precursoras de la misma, fueron singularmente utilizadas pioneramente por nuestros antepasados en el propio siglo XIII, según rezan nuestras Crónicas, costumbre que en el siglo XIV había tomado carta de naturaleza como puede demostrarse con la exhibición del protocolo de 1370 del notario de Barcelona don Pedro Borrell, en el cual aparece una escritura por la que un comerciante barcelonés, Juan de Tutxó, recoge de un canónigo de la Seo de Barcelona

la promesa de hacer pagar en Aviñón, por personas designadas por dicho canónigo, cierta cantidad de florines (1).

Pero si la letra de cambio fue un instrumento que desde su introducción en los negocios resultó de una eficacia realmente extraordinaria, hasta tal punto que en nuestros días y después de una práctica de más de siete siglos, sigue ocupando por derecho propio el primer lugar sin prácticamente alteraciones en su contenido formal, cabe a Barcelona la gloria de una Institución modélica, de la que bien justamente puede enorgullecerse: nos referimos, claro está, a la famosa *Taula de Canvi*, otorgada por pragmática del Rey Martín I el 15 de enero de 1401, inaugurada cinco días después, el 20, bajo las vetustas bóvedas ojivales y los finos nervios góticos de la Casa de la Lonja de nuestra ciudad, edificio levantado en tiempos de Pedro el del “Punyalet” (2) y que hoy alberga el salón de contrataciones de nuestra Bolsa.

¿Fue la *Taula de Canvi* la primera institución de crédito de Europa? La tradición así lo afirma, pero si bien algunas instituciones similares de crédito europeo son posteriores a la nuestra — entre ellas, la de Francfort, que es del 1402 — parece ser que en Venecia existió ya un banco de depósito en el último tercio del siglo XII, aunque con carácter algo distinto de nuestra *Taula* (3). Sea como fuere, lo que sí puede afirmarse es que la *Taula* fue la primera Institución de tipo bancario de nuestra Patria, y que desde el primer momento llevó a cabo funciones sociales de gran trascendencia, como lo demuestra, entre otros, el acuerdo del Consejo de Ciento al disponer que todos los albaceas y administradores que tuviesen en su poder una cantidad superior a cien sueldos barceloneses, debían depositarla en la *Taula*; y aquella tan sólo podía ser reintegrada por el albacea para cumplimentar la voluntad del testador (4).

Es por demás interesante el estudio exhaustivo que nuestro recipiendario realiza de las Instituciones tendentes al fomento de la inversión mobiliaria como base de una mejor regulación de los fines sociales del ahorro. Y así afirma que “la inversión se ha democratizado”, porque “nuevas capas sociales acuden al mercado de capitales para colocar sus excedentes, su capacidad creciente de ahorro”.

Si “hasta hace pocos años, el asalariado, en toda su dimensión, falto de

(1) A. Durán y Sanpere, *La Taula de Cambio de Barcelona*, pág. 41.

(2) *Ibíd.*, pág. 46.

(3) *Ibíd.*, pág. 46.

(4) *Ibíd.*, pág. 47.

seguridad social, tenía con su esfuerzo que pensar en su futuro, enfermedad, invalidez, vejez, haciendo sus economías para cubrir ese riesgo”, en la actualidad tales riesgos vienen cubiertos entre nosotros por los seguros sociales, obra cumbre de la Legislación Social. De ahí que ahora, y a medida que siguiendo las directrices pontificias, se logre una mejor distribución de la riqueza, y, con ella, un mayor acomodamiento para todas las clases sociales, deba canalizarse el ahorro resultante a fin de que la prosperidad no enturbie el futuro de todos.

Mas, ¿cómo encauzar el ahorro popular para que se convierta a su vez en instrumento de progreso y de mayor bienestar?

“Para que se realice esta justicia social — afirma nuestro nuevo académico — es necesaria una fuerte evolución de la mentalidad no sólo del empresario, sino del asalariado y sus sindicatos. Es decir, para que se realice una justa distribución de la propiedad privada, que exige un orden justo de la propiedad”, es necesaria la convergencia de dos voluntades: la empresarial, facilitando a la clase trabajadora el acceso a la propiedad y la de la clase trabajadora, en mayor medida si cabe, que posea plenamente la voluntad de adquirir.

Y añade: “Uno de los más importantes caminos hacia la copropiedad y la cogestión obrera en la economía industrial es la formación de capital por parte de los asalariados, partiendo de un ingreso laboral que corresponde a las exigencias de la justicia social”.

Es curioso observar que al hablar de copropiedad y de cogestión, como aspiraciones justas tendentes a la mejor distribución de la riqueza, sociólogos y políticos, influenciados principalmente por la ideología marxista, centran exclusivamente su campo de acción en la *Sociedad anónima*, a la que denominan, indistintamente, *empresa*, con evidente confusionismo conceptual, porque *empresa* y *Sociedad anónima* no son sinónimos, y a la que atribuyen la suma y compendio de todas las injusticias sociales, considerándola heredera absoluta de todas las desviaciones creadas al socaire del sistema capitalista.

No vamos a exonerar a la Sociedad anónima de sus defectos, ni vamos a recordar que la Sociedad anónima — sociedad por acciones, de responsabilidad limitada — legalmente es tan sólo una persona jurídica, como lo es cualquier otra forma de sociedad mercantilista. Lo que sí importa que recordemos, a fin de centrar el estudio del problema, es que en la persona jurídica — sea Sociedad anónima, comanditaria, limitada, colectiva o simple

comunidad de bienes — convergen dos entidades perfectamente definidas: la *Empresa*, como organización económica caracterizada por la comunidad de trabajo, y la *Sociedad mercantil* propiamente dicha, como persona jurídica titular de la misma.

La primera entidad, la *Empresa*, coincide en todas las formas jurídico-sociales de tipo mercantil: es el órgano de gestión, responsable de la explotación del negocio, y su ejecutor puede o no coincidir con el titular jurídico. La segunda entidad, la *Sociedad mercantil*, es el órgano aportante del capital, y sus componentes pueden y generalmente asumen las funciones de gestión, confundiendo ambas entidades, en las sociedades de personas — colectivas, limitadas y colectivos de las comanditarias —. En cambio, en las anónimas — sociedades de capitales — exceptuando las de tipo familiar, tan sólo los titulares designados expresamente para ello asumen funciones de gestión, quedando los restantes, singular y jurídicamente considerados como meros propietarios del capital y, por ende, beneficiarios de los derechos económicos y políticos reconocidos por los respectivos estatutos sociales.

Aclarados los conceptos de *Empresa* y *Sociedad mercantil*, podemos ahora analizar los de *cogestión* y *copropiedad*, y su incidencia en la vida económica y social.

El Papa Juan XXIII, de feliz memoria, en su Encíclica “*Mater et Magistra*”, afirmaba: “También Nos consideramos que es legítima en los obreros la aspiración a participar activamente en la vida de las empresas en las que están incorporados y trabajan. No es posible prefijar los modos y grados de una tal participación, dado que están en relación con la situación completa que presenta cada empresa; situación que puede variar de una empresa a otra y que en el interior de cada empresa está sujeta a cambios a menudo rápidos y fundamentales...”. Y añade más adelante: “Una concepción humana de la empresa debe, sin duda, salvaguardar la autoridad y la necesaria eficacia de la unidad de dirección; pero no puede reducirse a sus colaboradores de cada día a la condición de simples silenciosos ejecutores, sin posibilidad alguna de hacer valer su experiencia, enteramente pasivos respecto a las decisiones que dirigen su actividad” (5).

Juan XXIII, con profundo sentido jurídico y económico, nos habla de las *empresas* y el apartado de donde han sido tomadas las precedentes palabras lleva precisamente el subtítulo “Presencia activa de los trabajadores en

(5) *Mater et Magistra*, Parte II, págs. 26 y 27.

las empresas grandes y medias”, omitiendo deliberadamente mencionar su constitución jurídica, porque su pensamiento le lleva tan sólo a considerar la dimensión económica de las mismas.

Ello nos confirma en la idea de que la cogestión, entendida como colaboración asesora activa del órgano rector, sin menoscabo ni interferencia de la autoridad y la necesaria eficacia de la unidad de dirección, puede y debe ser un valiosísimo auxiliar de la misma. No en vano, sino con evidente acierto y resultados plenamente satisfactorios se han ensayado por muchísimas empresas el llamado “Buzón de las ideas” o se ha invitado particularmente a todo el personal incorporado a las mismas a que las expusiera a fin de mejorar sistemas y procedimientos que la experiencia de quienes tienen la responsabilidad de su práctica pueden perfeccionar, premiando adecuadamente aquellas que resultaron eficaces.

Que el procedimiento es digno de ser mejorado a través de los Jurados de Empresa, organismo eminentemente idóneo para ello, no cabe la menor duda. Lo lamentable y peligroso, por su influencia netamente marxista, sería que, incidiendo en el error de confundir la Empresa con la Sociedad Anónima, se interpretara la cogestión para esta última como gestión compartida en la administración del capital, que nada tiene que ver con la gestión empresarial, desquiciando el principio del derecho natural a la propiedad privada, base y sostén del mutuo respeto en nuestra actual organización humana (6).

La cogestión, que ya funciona en la Alemania Occidental desde hace cerca de quince años en dos Ramas importantes de su industria — la metalúrgica y la minera — al parecer con singular eficacia, actúa paralelamente

(6) “El legislador español que al promulgarse la Ley de Sociedades anónimas señaló el buen camino y que más tarde, al reglamentar los Jurados de empresa, creados por Decreto de 18 de agosto de 1947, como instrumentos de cogestión o colaboración en lo social, a través de su Reglamento de 11 de septiembre de 1953, quiso y supo, después de un período de meditación de más de seis años, mantenerse en una línea de ponderación y prudencia, moviéndose siempre, con ciertas salvedades, en el plano de la organización interna de la empresa, en cambio, al publicar la Ley de 21 de julio de 1962, se desvía de los cauces naturales por los que venía discurriendo la participación de los trabajadores en la gestión y dirección de las empresas, para entrar abiertamente en el cauce de la estructura de la Sociedad, como titular jurídico de aquella, con lo cual, además de las dificultades de funcionamiento que ello pueda entrañar en el seno de la Sociedad, desnaturaliza y altera profundamente el fundamento y la justificación de aquella intervención, que a mi juicio sólo se encuentran

con la empresa a través del llamado Consejo de Supervisión — “Aufsichtsrat” — muy parecido a nuestro Jurado de Empresa y con facultades similares, sin participación alguna en el Consejo de Administración en el que está representado tan sólo el capital (7).

Y vayamos ahora a la copropiedad, porque quizá nos hemos apartado un poco del tema, pese a que era necesario situarnos, como cuestión previa, en el marco jurídico-económico de la empresa.

Dos fórmulas vislumbra nuestro recipiendario como eficaces para lograr el propósito que le anima en su estudio sobre la función social de la Inversión Mobiliaria: el Fondo de Inversión y la compra de acciones a crédito, variante, esta última, de la participación en la propiedad de la empresa — léase Sociedad Anónima — en la que presta sus servicios el futuro inversor.

Dando por sentada la posibilidad del ahorro, gracias a retribuciones más justas, y dando por superadas las etapas en que los excedentes salariales se destinan indefectiblemente a la adquisición de un mayor “confort” — lavadora, radio, televisión, coche utilitario, vivienda propia, etcétera —, etapas en cuya superación habrá de consumarse no poco tiempo, admitamos la posibilidad de la inversión, aceptando su consecución a base del crédito o por cualquier otro procedimiento adecuado.

En Alemania Occidental, cual con gran acierto y detalle nos explica nuestro nuevo colega, se está experimentando el llamado “salario de inversión”, consistente en un suplemento de la retribución salarial destinada exclusivamente a la promoción de un capital. Y nos señala inmediatamente la aparición de dos problemas consustanciales: la propia estructura. con vistas al logro de la mayor eficacia a fin de que no se pierda su función social y

en el nivel de la empresa”. (Dr. Antonio Polo, *Ante una nueva reforma de la Sociedad Anónima*, Discurso inaugural del Año Académico 1965-1966, en la Universidad de Barcelona, págs. 52 y 53.)

(7) El “Aufsichtsrat”, compuesto de representantes del capital, dirección y obreros en parte iguales, no tiene intervención en los derechos del capital — distribución de beneficios, inversiones, etc. — pero en cambio domina cuanto se refiere al movimiento del personal, mecanización, automatización e, incluso procedimientos de fabricación o producción, y sin su previa conformidad no pueden ser nombrados los directores técnicos ni los ingenieros, ni tampoco puede despedirse un peón. (A. Assía, *La economía alemana frente a la amenaza de una “cogestión” general*, en “La Vanguardia Española”, 3 de noviembre 1965.)

evitar que ésta pueda perturbar la vida económica nacional, y la administración del fondo logrado con tales salarios.

El propósito planteado, sencillo en su exposición y justo en sus premisas, carece, evidentemente, de solución simple, porque cualquier intento de ordenación planificadora que, como tal, ha de dar por sentada e inmovible la voluntad del ahorro, ha de traer consigo una cierta obligatoriedad que, dígame lo que se quiera, atenta a la libertad de decidir por sí mismo del individuo.

No obstante, hemos de estar atentos al resultado de la experiencia y hemos de confiar en que pueda fácilmente deshacerse ese por lo menos aparente nudo gordiano de la incidencia económico-social del “salario de inversión”. Estamos consumiendo tan sólo las primeras etapas en nuestro camino hacia la consecución de la gran justicia social y debemos arbitrar, por el momento, soluciones más simples, cual apunta nuestro beneficiario.

En primer lugar, destaca el contenido de la Ley 45/1960, del 21 de julio, que vino a crear los Fondos Nacionales para la aplicación social del Impuesto y del Ahorro, a virtud de la cual se plantean tres posibilidades: accionariado laboral, accionariado popular e inversiones populares individuales.

Nada tenemos que objetar a la posibilidad de que los productores puedan adquirir, en una determinada proporción, acciones de la Sociedad anónima en la que prestan sus servicios. Lo que nos preocupa es el consumado establecimiento de productores de dos categorías: los que trabajan en una Sociedad anónima cuyas acciones se cotizan en Bolsa, tienen a su alcance la copropiedad de la misma e incluso el Estado les presta en determinadas condiciones los medios necesarios para ello, mientras que los que prestan sus servicios a cualquier otra empresa cuyas acciones no se cotizan en Bolsa o de distinta constitución jurídica, por importante que sea, carecen de tal derecho, con lo que la justicia social queda bastante mal parada.

Claro está que los que no prestan sus servicios en una Sociedad anónima de las características señaladas pueden acudir a la segunda de las previsiones de la Ley que nos ocupa: es decir, al accionariado popular, mediante adquisición de acciones emitidas por Sociedades anónimas estatales o paraestatales, en las que podrán concentrar sus ahorros y adquirir derechos como simples inversores; pero siempre quedará en pie su inhabilitación para participar en copropiedad de los resultados prósperos o adversos de la empresa a la que prestan sus servicios y a la que es justo mantengan una

inclinación o un afecto que no pueden sentir por aquella otra ajena en la que invirtieron sus ahorros.

Ya en el camino de la inversión, veamos qué condiciones deben reunir los títulos adquiribles.

Recuerdo, hace de ello muchos años, llegaba a mis manos un folleto editado por una conocida Sociedad de Corredores de Valores norteamericana (8), intitulado “Manual práctico del inversionista”, del que son las siguientes frases: “La inversión es solamente una parte de la labor que representa la buena administración de sus finanzas personales. Y para que sea inteligente, científico y en último análisis prudente para usted, un programa de inversiones tiene que ser hecho a la medida, ya que, como cualquier otra fase de su vida, reflejará sus ambiciones, su visión y su habilidad para ahorrar dinero”.

No se me ocurre cómo el inversor popular pueda prestar atención a los consejos de la Sociedad referida; y aun cuando los mismos rezan principalmente para los casos en que el inversor se decida por el tercero de los procedimientos previstos por la expresada Ley — inversiones populares individuales — invita a la reflexión.

Hemos de admitir, como principio insoslayable, que el pequeño ahorro disponible tan sólo estará dispuesto a participar voluntariamente en un negocio, si concurren, por lo menos, las siguientes circunstancias:

- a) Liquidez, es decir, posibilidad de recuperar la inversión en un momento determinado;
- b) Mantenimiento del valor del dinero invertido, y
- c) Rentabilidad de la inversión efectuada.

La condición primera, la liquidez, no es consustancial a la Sociedad anónima. Si sus acciones no se cotizan en Bolsa, tan sólo los restantes accionistas estarán por regla general predispuestos a su adquisición en determinadas condiciones siempre que la rentabilidad de los títulos y el precio de adquisición les reporte un seguro beneficio. La liquidez, por tanto, es dudosa e incierta la condición segunda, la del mantenimiento del valor del dinero invertido. Por su parte, las de aquellas Sociedades que cotizan en Bolsa, si bien su liquidez será más factible, su realización siempre quedará sujeta al cambio de cotización, que puede equivaler al nominal o ser superior o infe-

(8) Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Beane.

rior al mismo, refleje o no su valor real, y a la oportunidad, sujeta a la existencia de un comprador presunto.

Y vayamos al segundo punto: mantenimiento del valor real del dinero invertido.

No es ningún secreto descubrir que el mantenimiento del valor real del dinero, aparte del reflejo derivado de su poder adquisitivo en un momento determinado, depende de diversos factores tales como organización y administración interna de la empresa, política de amortizaciones, posición en el mercado, posibilidades de financiación, etcétera. En resumen: de los vaivenes, riesgos y ventajas inherentes a toda explotación de un negocio cualquiera.

¿Reúnen nuestras Sociedades anónimas el óptimo necesario para que se cumplan las tres condiciones que acabamos de apuntar? ¿Existe el grado de desarrollo indispensable para que sea posible el accionariado obrero y el capitalismo popular? ¿Concurren en la propia Bolsa los incentivos apetecibles para que la inversión en valores mobiliarios resulte rentable?

Trataremos de contestar nuestros propios interrogantes.

En primer lugar, es un hecho cierto que nuestras Sociedades anónimas en general, salvadas las excepciones, obtienen rentabilidades más bien modestas si se las compara con las conseguidas por sus homónimas del exterior, y que sufren todavía las consecuencias de un pasado económico anormal. La valoración de sus activos no responde a una realidad inconcusa y mantenemos nuestras dudas si la regularización de los balances, autorizada por la Ley 76/1961, reformada por la 41/1964, con texto refundido aprobado por el Decreto 1985/1964, podrá alcanzarla plenamente, ni en el caso probable de que la regularización se declare obligatoria, porque, aparte la insuficiencia de la propia Ley, siempre cabe la posibilidad de regularizar al margen de los valores reales al permitir, como permite, una valoración puramente subjetiva, si bien sujeta a determinadas reglas cuya eficacia y alcance no vamos a discutir ahora.

Por otra parte, una de las máximas preocupaciones de no pocas empresas radica en la cuantía del dividendo repartible, sin que falten las que se ven precisadas a la práctica de ciertos malabarismos para mantenerlos y para los cuales el acercamiento a la realidad de muchos valores de sus activos fijos podría dar al traste la falsa leyenda de rentabilidad de que ahora disfrutan.

Paralelamente, si muchas de ellas están en vías de desarrollo, subsisten

otras, con capitales nominales de ingente cuantía, que mantienen una existencia vegetativa, con cuadros de mando agotados y cuyo porvenir resulta incierto a menos que en un futuro muy próximo se renueven técnica y financieramente. Y por si fuera poco, no es una norma generalizada la presentación de los balances y cuentas de resultados con diáfana claridad, lo que dificulta extraordinariamente el conocimiento de la verdadera situación de las mismas y no pocas veces dudas acerca del fundamento de determinadas cotizaciones.

La información que deben suministrar los administradores de las Sociedades y que puede serles solicitada por escrito al amparo del artículo 65 de la Ley de 17 de julio de 1951 por los accionistas, con anterioridad a la reunión de la Junta, o verbalmente durante la misma, raras veces pasa de ser un mero formulismo sin consecuencia ni trascendencia de clase alguna, ya que si bien los administradores están obligados a proporcionársela, deben versar precisamente sobre los asuntos comprendidos en el orden del día y pueden dejar de hacerlo cuando, a juicio del Presidente, la publicidad de los datos solicitados pueda perjudicar los intereses sociales.

Claro está que tal excepción no procede cuando la solicitud de mejor información esté apoyada por accionistas que representen, al menos, la cuarta parte del capital desembolsado, número que raras veces es posible conseguir para lograr el necesario apoyo.

Si ello es así, uno se pregunta: ¿Cómo puede salvarse y prosperar el pequeño ahorro, si previamente no se han acondicionado las estructuras?

Para un capitalismo popular como para el inversor pequeño o medio, y dejando como excepción los casos en que al amparo de la Ley 45/1960 puedan obtenerse las exenciones de impuestos que allí se especifican para los primeros, no concurren en la Bolsa, ciertamente, los incentivos apetecibles para que la inversión en valores mobiliarios resulte rentable: de ahí el marasmo en que transcurren nuestras Bolsas y el desplazamiento de los inversionistas hacia otros cauces menos controlados y más accesibles a la especulación.

Pesan sobre la Bolsa los artículos 59 al 70 de la Ley de Reforma Tributaria del 16 de diciembre de 1940 que establecieron el Registro fiscal de Rentas y Patrimonios y crearon la obligación de comunicar a la Hacienda los depósitos, los movimientos de toda clase de valores mobiliarios y sus rendimientos. El resto de disposiciones fiscales dictadas a partir de entonces, son mera consecuencia de aquel paso del Legislador, perfectamente com-

previsible, lógico desde el punto de vista de la ordenación tributaria, pero que a lo largo del cuarto de siglo transcurrido no ha podido penetrar todavía en la conciencia del inversionista.

El Decreto-Ley del 30 de abril del año último, relativo a Sociedades de Inversión Mobiliaria, Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio a que alude y estudia exhaustivamente nuestro recipiendario, ¿será, como se pregunta un agudo articulista (9), el punto de partida hacia una política auténticamente bursátil, o será simplemente la plasmación o mero cumplimiento de los postulados contenidos en la base novena de la Ley de Ordenación del Crédito y de la Banca, del 14 de abril de 1962?

Por el momento, en el citado Decreto-Ley se actualizan las normas contenidas en la Ley del 26 de diciembre de 1958 creadoras de las Sociedades de Inversión Mobiliaria con capital fijo — “closed end”, como se las denomina en la terminología anglosajona — e introduce en nuestra normativa las Sociedades y Fondos de Inversión a capital variable — “open end” — magníficamente estudiadas todas ellas por nuestro colega, siendo de destacar su inclinación, que plenamente compartimos, por las Sociedades o Fondos a capital variable, por ser más adecuados sus fines para el pequeño ahorro, como afirma Pagani, y porque los cambios de sus participaciones están siempre muy cerca de la paridad contable, es decir, del valor teórico de la participación según el balance, cual reconoce Mossé (10).

Después de cuanto hemos comentado alrededor de la coparticipación, y mientras se preparan y consolidan las estructuras necesarias para hacerla posible, nos parece magnífica la idea de canalizar el ahorro popular hacia las Sociedades o Fondos de capital variable, reglamentadas estas últimas por O. M. del 5 de junio de 1964 y, por tanto, en período de experimentación. Falta, para completar el cuadro de posibilidades inversionistas, el reglamento correspondiente a las Sociedades de Inversión Mobiliaria a capital variable para que puedan incorporarse plenamente, y es de esperar que el Gobierno, consciente de su importancia y trascendencia para canalizar adecuadamente el pequeño ahorro lo promulgue cuanto antes a fin de abrir de par en par las puertas a ese capitalismo popular intuido por la Iglesia como medio de caminar hacia una mejor distribución de la riqueza, que es tanto como caminar hacia la paz y la justicia sociales.

(9) G. Solé Villalonga, *¿Hacia una política bursátil?*, en “Boletín de Estudios Económicos”, núm. 62.

(10) *Ibíd.*, pág. 413.

El docto trabajo de nuestro recipiendario aporta consideraciones y antecedentes de gran trascendencia para el estudio del problema planteado; consideraciones y antecedentes que habrán de servir de punto de partida para otros que habremos de afrontar hasta encontrar, con la ayuda de Dios, la solución ideal. Para ello, la Academia cuenta desde hoy con un nuevo y competente colega que se incorpora a sus filas: el Ilustrísimo Señor Don Juan de Arteaga y Piet, Marqués de la Vega-Inclán, a quien, en nombre de la misma, me complazco en dar la más cordial bienvenida.

