

LA FINANCIACION DE LA EMPRESA VASCA

Dentro del amplio panorama de los cursos de verano de la Universidad del País Vasco en San Sebastián, la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, en colaboración con la Federación Vasco-Navarra de Cajas de Ahorros organizó un Seminario sobre "La financiación de la empresa vasca", cuyas sesiones se han celebrado durante los días 7 a 11 de septiembre de 1992, y que han venido a consolidar una línea de colaboración que se inició el pasado curso en el que se desarrolló un seminario de corte similar sobre "El Sistema Financiero en el País Vasco".

Aunque centrado en la perspectiva financiera, las sesiones del Seminario han tenido permanentemente como término de referencia, los problemas económicos reales de las empresas vascas. La preocupación latente ha sido la exploración de vías que faciliten la expansión y competitividad de las empresas.

El Seminario se desarrolló desde una óptica que podríamos denominar microeconómica, pero que ha tenido siempre el transfondo de las perturbaciones que crean los desequilibrios económicos globales como la inflación, el desequilibrio exterior o el déficit público, y sus efectos sobre la competitividad real y los costes financieros.

Resumiremos seguidamente los aspectos más destacables de las diferentes sesiones.

1. El Seminario se inició con una intervención del Profesor J. A. Maroto que ofreció el marco conceptual del Seminario, incardinando las distintas partes del mismo en el esquema de las decisiones financieras características de la empresa: *inversión, financiación y dividendos*. Sintetizó con claridad los puntos clave de las posiciones tradicional y moderna de la teoría de la financiación de la empresa y repasó "lo que sabemos" de la financiación empresarial -seguramente menos de "lo que no sabemos"- pero aun así suficiente para servir de base, de la sistematización y análisis de la empresa.

2. Cualquier estudio de la financiación de la empresa vasca, tenía que empezar, obviamente, por el análisis de su situación económico-financiera. Esta tarea fue abordada por la exposición de Olga Rivera, Profesora de la ESTE, en un análisis comparativo con el conjunto del Estado y con la situación de Alemania. De su exposición cabría destacar los siguientes puntos:

- a) La rentabilidad de las ventas en las empresas vascas mejoraron en el período 1984-89, en que se situó por encima de los niveles de coyuntura de España y Alemania. En 1989 y 1990 se produjo una ruptura de esta tendencia motivada por una infrautilización de la capacidad productiva.
- b) El esfuerzo inversor realizado en ese período no se ha utilizado bien, lo que determina que la rentabilidad económica de la empresa vasca sea inferior a la del conjunto del Estado.
- c) La proximidad de los costes del endeudamiento y la rentabilidad económica, hacen que la estructura financiera de la empresa vasca con alto endeudamiento, sea deficiente e inferior a la del conjunto del Estado y a la de las empresas en Alemania.

- d) El nivel de endeudamiento ha ido aumentando en los últimos años y además se está sustituyendo financiación a largo por endeudamiento a corto.
- e) La política de autofinanciación tiende a la baja incrementándose el reparto de dividendos.
- f) La empresa vasca tiene menor dependencia bancaria que la media española.
- g) En el País Vasco hay mayor presencia de entidades financieras, locales con vinculación a un grupo industrial.
- h) También existe en el País Vasco mayor intervención pública en la financiación empresarial a través de medidas de Política económica de estímulo a la inversión.

3. Ildelfonso Grande, Profesor de la Universidad del País Vasco, realizó una exposición sobre los criterios de selección que utilizan las entidades financieras, en su canalización de fondos a las empresas, clasificando a las diferentes entidades financieras en grupos diferentes según la estrategia seguida a la hora de valorar los diferentes factores sectoriales y de los rasgos básicos y de comportamiento de las propias empresas.

Con independencia de aspectos diferenciales entre la forma de actuación de unas y otras entidades, tres rasgos se revelan en el estudio del Profesor Grande, como comunes a todas las instituciones:

- a) La consideración prioritaria de la capacidad de generación de recursos por las empresas.
- b) El desinterés por la dimensión de las empresas, como factor relevante.
- c) Escasa relevancia de la forma jurídica de la empresa y del hecho de que las que revisten forma societaria, coticen o no en bolsa.

4. ¿Cómo ven las empresas a las entidades financieras?. Este fue el tema de la primera mesa redonda celebrada con la asistencia de tres directores financieros de otras tantas empresas vascas (Kemen, Ramón Vizcaíno y Cementos Lemona). El coloquio fue moderado por el Presidente de Caja VITAL.

La sesión ofreció algunas reflexiones de interés:

- a) El Sistema Crediticio vasco parece tener una respuesta convencionalmente adecuada a las necesidades de las empresas. Las Cajas aunque han accedido después que la banca a este segmento, presentan una oferta creciente de servicios.

La existencia de entidades regionales es importante porque ofrecen decisiones rápidas frente a las solicitudes empresariales.

- b) Se registra una introducción paulatina de algunas innovaciones en el terreno crediticio, entre las que destacan:
 - El auge de la financiación de capital circulante cuando surge derecho de cobro al cliente aunque no esté aún instrumentado en efectos.
 - El aumento de operaciones de FRAS y otros instrumentos de cobertura de riesgos

- Se destacó, sin embargo, falta de oferta de instrumentos de ingeniería fiscal-financiera para la financiación centralizada del grupo de empresas. Un tema con importancia creciente.
- c) Los asistentes mostraron un elevado escepticismo ante la financiación bursátil y destacaron los y destacaron los costes de información, de administración, de asesoramiento, de liquidez y otros que esta vía financiera comporta.
- d) Aunque las condiciones financieras tienen cada vez más peso a la hora de decidir las inversiones, hay muchas inversiones estratégicas que se hacen en todo caso, con independencia del coste de financiación.

Las intervenciones del segundo día, profundizaron en los instrumentos del sistema crediticio. De la exposición de Iñaki Camino y Luis M^a Abadie de la BBK, cabría destacar:

- Insistieron en las características económico-financieras de la empresa vasca. Aportaron al análisis lo que llamaron "mal comportamiento de los agentes", que se manifiesta en la elevación de impuestos que la empresa ha tenido que soportar, el crecimiento de los salarios por encima de la productividad, la insensibilidad de dividendos que se han mantenido estables pese a las dificultades de autofinanciación y los altos tipos de interés derivados de medidas de política monetaria.
- Destacaron también la potencia del crédito en sus diversas modalidades como fuente de financiación con la excepción del crédito comercial que va decayendo.
- Llamaron la atención sobre el importante desarrollo de servicios, desintermediación y asesoramientos diversos, dependiendo su sofisticación del tamaño de la empresa.
- La Fusión de Cajas potencia las posibilidades de prestación de servicios, por sus mayores medios y economías de escala.
- Respecto a la relación banca-industria, llamaron la atención sobre tres aspectos básicos.
 - La ausencia de una posición dogmática. Existe una diversidad de posiciones en el comportamiento de las entidades bancarias.
 - La existencia de grupos industriales debe estar presidida por condiciones de mercado.
 - La reciente normativa sobre recursos propios y supervisión consolidada de entidades crediticias apunta a una vía más próxima al modelo anglosajón que continental, en el sentido de que trata de limitar la participación directa de entidades bancarias en empresas no financieras.

5. Alberto Alberdi, analizó diferentes convenios patrocinados por el Gobierno Vasco para estimular la inversión empresarial, con reducciones de más de 4 puntos en el coste financiero (PYME, Plan de relanzamiento especial PRE, Programa de Apoyo a la Inversión PAI y Ayuda Financiera a la Inversión AFI) en total unos 115.000 millones de pts. de crédito subvencionado.

De su exposición cabe destacar las siguientes ideas:

- a) Los empresarios no consideran decisivas estas ayudas (sólo el 29%) para invertir.

- b) Si reciben ayuda es posible que aumenten el volumen de una inversión que de todas formas iban a hacer, lo que ha tenido un efecto negativo respecto a la existencia de un inmovilizado excesivo con baja productividad.
- c) Carácter procíclico de estas ayudas ya que acentúan la fase del ciclo. Es decir las ayudas funcionan bien cuando los empresarios están aumentando su inversión.
- d) Las ayudas han tenido una aportación escasa a la necesaria diversificación productiva y a propiciar la innovación y adecuación empresarial a las nuevas tecnologías.
- e) La política de incentivos debe ser revisada ya que existe un gran escepticismo sobre su efectividad.

6. El Seminario, aportó un análisis pormenorizado y práctico de un expediente de solicitud de crédito en un taller de trabajo en el que los criterios de los asistentes fueron contrastados con los que en la realidad había seguido la entidad patrocinadora: la Caja de Guipúzcoa y San Sebastián. El taller tuvo un carácter eminentemente práctico y se desarrolló parcialmente en el propio centro de formación de la Caja.

7. El tercer día puso particular énfasis en el estudio de la financiación empresarial en mercados directos.

La intervención de Idoia Basterrechea y Javier Hernani, directores de Norbolsa, analizó las vías alternativas al crédito bancario, desde la perspectiva de un servicio de finanzas corporativa. La mayor parte de su intervención se centró en el funcionamiento y en los requisitos formales, a partir de la reforma Ley 24/1988 y de información para participar en el mercado bursátil y en el creado para determinados activos por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

Se detuvieron en el análisis de la actual propuesta de la Sociedad rectora de la Bolsa de Bilbao del proyecto bursátil asistido por especialistas para la mediana empresa.

Las posibilidades de un mercado de este tipo sobre la base de un intermediario (especialista) que mantiene una relación establecida con el emisor para proporcionar liquidez y estabilizar los precios de las emisiones, para lo que cuenta con unas determinadas herramientas técnicas e incentivos económicos, se desconocen, aunque las experiencias disponibles en las Bolsas de Nueva York, Toronto, Londres y París parecen alentadoras. Es posible que este sistema permita remontar los fracasados intentos de crear segundos mercados bursátiles para las PYMES.

8. Alberto Abad Consejero delegado de Talde defendió el papel a las Sociedades de Capital Riesgo, que tienen cierto peso y tradición en el País Vasco.

Reclamó para ellas una mayor flexibilidad que las hiciera salir desde su dimensión tradicional, como sociedades con participaciones minoritarias y temporales en empresas no financieras innovadoras, hacia una línea más amplia de prestación de asesoramiento y ayuda.

En la propia TALDE la sociedad de capital riesgo con más tradición en el País Vasco el 64% de las experiencias (92 empresas) generó una rentabilidad negativa.

En la base de este mal resultado hay:

- a) Problemas de cultura y valoración empresarial.
- b) La existencia de alternativas con mayor rentabilidad para igual riesgo.
- c) La escasa participación de la inversión institucional (Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros).
- d) Cicatero tratamiento fiscal.

La exposición no contribuyó a disipar las dudas de los asistentes sobre la potencialidad de este instrumento de financiación.

9. La segunda mesa redonda se dedicó a analizar los posibles efectos para las entidades financieras de la Ley de 1 de junio de 1992 sobre recursos propios de las instituciones financieras (que fija coeficiente de recursos propios, limita las participaciones cualificadas al 10% de los recursos propios de la empresa y los grandes riesgos al 25% de los recursos propios de las entidades).

Cuatro aspectos destacaron los participantes, todos ellos representantes de entidades financieras (BBV, Caja Laboral Popular y Caja de Guipúzcoa y San Sebastián).

- a) Es preciso esperar el Reglamento y la Circular del Banco de España que desarrollen la Ley, para conocer su alcance.
- b) La impresión general es que la nueva normativa castiga la participación empresarial, sólo introduce mayor ortodoxia.
- c) La nueva normativa limita la posibilidad de participaciones agresivas (que impliquen mayoría).
- d) No cabe esperar cambios en la política de inversión de las entidades (BBV, Kutxa, C.L.P.) que deben atender sobre todo a los aspectos de la rentabilidad de la inversión.
- e) Los representantes de Cajas se mostraron taxativamente contrarios a la fórmula de la Sociedad Anónima para las Cajas.

10. La financiación exterior fue el tema abordado el último día del Seminario.

Eloisa Ortega, economista del servicio de estudios del Banco de España se centró en el comportamiento de la inversión directa que ha experimentado un fuerte incremento en España desde 1986.

Las características de este proceso a nivel global del Estado son las siguientes:

- a) Incremento mayor en sector servicios (instituciones financieras, Seguros, Comercio y hostelería).
- b) También en industrias con alta demanda potencial (sobre todo con posibilidad de exportación).
- c) La inversión directa ha estado muy concentrada en Madrid y Barcelona (82% en 1991).

- d) Procedencia creciente de países comunitarios.
- e) La inversión directa ha mejorado la eficiencia de los sectores y empresas en que se ha materializado.
- f) Respecto al País Vasco destacó que el incremento ha sido más en el conjunto del estado, y menos intenso que en el conjunto del estado, se ha materializado en sectores productores de bienes intermedios tradicionales (con demanda débil) y también se registra un considerable avance en el sector servicios.

11. Juan Luis Llorens, director general de IKEI, centró su exposición en la liberalización del movimiento de capitales desde febrero de 1992. Estudió el nuevo marco normativo, comentó la experiencia extranjera y concluyó en el hecho de que la liberalización abre perspectivas, ya que permite a las empresas rentabilizar sus excedentes y encontrar vías de financiación con menores costes en los mercados exteriores. Insistió en el hecho de que la liberalización no implica necesariamente un efecto negativo sobre las entidades financieras españolas ya que la experiencia de los últimos meses apunta a que la mayor utilización del recurso de empresas españolas a los mercados internacionales ha sido con la mediación de instituciones financieras nacionales y se ha centrado, sobre todo, en operaciones a corto plazo.

12. El tema de la financiación exterior de la empresa vasca fue también el objeto de debate de la tercera mesa redonda. Intervinieron directores financieros de empresas (CAF y Vicinay) y el Director General de la BBK, Manfred Nolte.

Tres puntos fundamentales se concluyen de las distintas exposiciones y del posterior coloquio:

- a) Pese a las diferencias acentuadas de tipos de interés entre países, cuando se cubren los riesgos de cambio, las diferencias de los costes financieros no son tan acusados como parecen.
- b) En la financiación empresarial exterior debe evitarse la tentación especulativa y operar prioritariamente en monedas con mayor fijeza de sus tipos de cambio.
- c) Los factores de riesgo que pueden entrañar las operaciones de financiación exterior son muy complejos y requieren un análisis cuidadoso de sus ventajas e inconvenientes.

13. El seminario se clausuró, con la presencia del Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno Vasco, por el Profesor Fuentes Quintana que ofreció un repaso actual de la economía española, desde una triple perspectiva: los problemas que derivan de la debilidad de la recuperación económica internacional, las dificultades por las que atraviesa el avance en la construcción de la Unión Económica y Monetaria europea y los propios problemas internos de la economía española, que, en todo caso, deben plantearse con claridad abordando su solución con urgencia para estar en una situación que permita, en su momento, aprovechar la recuperación económica internacional cuando ésta se produzca.