

LAS SOCIEDADES DE DESARROLLO INDUSTRIAL REGIONAL

Entre enero y marzo de 1982 se cumplirá un lustro desde las fechas de publicación de los Reales Decretos de creación de SODIAN, SODICAN y SODIEX. Sus gestores las han definido como sociedades mercantiles de promoción industrial regional por la vía de la participación accionaria, la mediación financiera y la prestación de servicios. Para las opiniones más críticas, las SODI han sido un meteoro político que deslumbró al electorado en unas fechas propicias, para perderse en el olvido sin dejar tras de sí ningún cambio sustancial.

El presente artículo es el resumen de una amplia investigación sobre las SODI realizada por **Julio García Fernández**. Este trabajo pretende aproximar al lector a un fenómeno financiero singular (octubre 1981): 5.800 millones de pesetas de capital social; 1.300 millones de pesetas de recursos ajenos (obligaciones); 2.750 millones de pesetas en participaciones, y 2.700 millones de pesetas en préstamos distribuidos entre 190 empresas participadas con capital social en su conjunto de 17.000 millones de pesetas y un empleo directo de 10.350 puestos de trabajo, no son la panacea del atraso industrial español, pero constituyen *una realidad tangible*.

El artículo tiene seis apartados que dan una imagen de conjunto de las SODI: I. Sobre el origen de las SODI y su encaje en el INI; II. Del Estatuto originario de SODIGA al Estatuto de mediación financiera de 1976; III. Una estrategia de crecimiento en tres fases sobre el principio de equilibrio financiero (1977-1986); IV. Problemas operativos derivados de la naturaleza pública de las SODI; V. Cajas de Ahorros, fórmulas consorciales y negocio bancario: la evidencia internacional; VI. Conclusiones sobre la participación de las Cajas de Ahorros en las SODI.

I. SOBRE EL ORIGEN DE LAS SODI Y SU ENCAJE EN EL INI (*)

1. Del precedente de SODIGA en 1972 a la creación de SODIAN, SODICAN y SODIEX en 1976-77

EL objeto de este apartado es presentar algunos aspectos poco conocidos del origen de las SODI, entre los que destaca la relación existente entre éstas y el INI.

Para algunos, la inclusión de las SODI en el INI constituye una intromisión de la empresa pública en el ámbito de la iniciativa privada; para otros, la participación del INI en las SODI constituye una muestra más de la capacidad de concentración de funciones de la Administración Central en los ámbitos específicos de la administración periférica, una constatación censurable del efecto de concentración históricamente analizado por Peacock y Wiseman.

En estas líneas se procura aportar datos en favor de una interpretación anecdótica: la inclusión de las SODI en el INI fue en gran medida circunstancial y ajena a la voluntad institucional del INI.

Cualquier observador puede deducir que el INI alentó la creación de las SODI a raíz de la experiencia SODIGA en 1972, hasta que —tras vencer diversas resistencias— avanzó entre diciembre de 1976 y mayo de 1977 con tres nuevas SODI que consolidaban este instrumento de desarrollo corporativo. Nuestra interpretación de los hechos

es otra bien distinta. No sólo es erróneo pensar que las SODI fueron un objetivo corporativo estratégicamente planeado, sino que incluso puede sugerirse que el «aparato» del INI contempló los sucesivos esfuerzos de creación de SODIAN con notable recelo; y sólo cedió a lo inevitable cuando decisiones exógenas precipitaron los acontecimientos. De ahí que se hable del encaje de las SODI en el INI, encaje no casual pero sí circunstancial.

Lo único común entre la creación de SODIGA en 1972 y las de SODIAN y SODICAN en 1976 es el hecho de responder a dos impulsos políticos originados en círculos próximos al Gobierno y pasivamente asumidos por el INI. Es oportuno profundizar en una afirmación tan general.

La creación de SODIGA en noviembre de 1972 coincide con la fase de lanzamiento del III Plan de Desarrollo, pero al desarticularse, poco después, los órganos planificadores, SODIGA vegetaría, desasistida, durante cuatro años. Puede, pues, afirmarse que el INI tuvo poco que ver, si tuvo algo, en la creación de SODIGA. Su equipo rector se encontraba, en aquellas fechas, inmerso en su propia reforma financiera y el INI se limitó a asumir disciplinadamente una iniciativa extraña, redactando sucesivos borradores de estatutos.

La elección de Galicia como sede de SODIGA y GAEI no era ni más ni menos afortunada que la elección de cualquier otra área atrasada del país, pero lo que aquí interesa es mostrar la impronta política personal que subyace a lo público y, en este sentido, se eligió Santiago no sólo como sede social —elec-

ción muy razonable— sino también como centro de actividad de SODIGA.

Esta decisión constituía un desliz empresarial sólo explicable por la ligazón de los «poderes fácticos» de la Comisaría del Plan a Santiago y a su Universidad. Si el INI hubiera tenido algo que ver con la creación de SODIGA, además de la firma del acta notarial de constitución, se hubiera seguido la política empresarial más coherente en estas circunstancias: fijar la sede social en Santiago con mucha discreción y operar con pequeñas delegaciones ligadas a los departamentos de inversión de sus accionistas, las Cajas de Ahorros y en particular a los de las Cajas de La Coruña y de Vigo. En definitiva, una empresa mercantil no puede vivir de cara a la Universidad y de espalda a los negocios.

Sucedía, no obstante, que el perfil empresarial de SODIGA hacia 1972 era, cuando menos, confuso. Su origen era producto de mentalidades más próximas al mundo académico, administrativista y macroeconómico, que al estrictamente empresarial. La impronta personal de los promotores quedó evidenciada en la propia organización interna de la sociedad. SODIGA pivotaba originalmente sobre una Dirección de Estudios distante de la práctica mercantil. En realidad, SODIGA era un híbrido de academia, organismo administrativo y entidad mercantil.

Por lo demás, las relaciones de SODIGA con su matriz tampoco contribuyeron a mejorar el espíritu mercantil de la sociedad. Este es un punto poco conocido: cuando el INI asume disciplinadamente una decisión

de Gobierno —como fue la de la creación de SODIGA— genera seguidamente unos mecanismos de control que operan como eficaces anticuerpos capaces de fagocitar al intruso. Es una reacción de control pasivo y no de promoción activa, un efecto reflejo basado en la desconfianza. Conviene pues dejar claro que el aparato del INI ni promovió la creación de SODIGA ni tuvo confianza alguna en el nuevo instrumento, al menos en su primer lustro de vida. En este orden de consideraciones, puede darse crédito a dos proposiciones generales: no existe un proceso común al origen y consolidación de las SODI, ni el aparato del INI juega el supuesto papel de protagonista que de su participación accionaria mayoritaria pudiera inducirse, al menos entre 1972 y 1976.

Aun cuando desde febrero de 1974 venía funcionando una Comisión Gestora para la creación de SODIAN, es la proximidad de unas fechas propicias —tal como la del referéndum de la Ley de Reforma Política (15-XII-76)— y otros fenómenos sociales lo que impulsa la publicación de los Reales Decretos de creación de SODIAN y SODICAN (de 10-XII-76) y de SODIEX (de 13-III-77). El INI se limitó a ofrecer una metodología, tan profesional como improvisada, ante los imperativos políticos.

2. El carácter sectorial y estatal del INI ante la configuración autonómica del Estado

2.1. El carácter sectorial y estatal del Grupo INI

El lector puede verse sorprendido por el énfasis puesto en la

proposición de que el INI fue, en gran medida, ajeno al origen de las SODI, tanto en 1972 como en 1976. Es la misma sorpresa que han mostrado un buen número de estudiosos que, desde la publicación del Informe de la misión del Banco Mundial en 1962, han insistido en la conveniencia de una mayor vinculación del Grupo INI al objetivo del equilibrio interregional.

Un análisis más detallado de los hechos puede contribuir a explicar aquella proposición, así como a arrojar luz sobre la evolución seguida posteriormente por las SODI en su relación con el INI. El tema fue abordado por la nueva Dirección de Desarrollo tras la incorporación de la Subdirección de Desarrollo Regional a la Dirección de Desarrollo (corporativo), en una publicación de difusión restringida, *Datos, dilemas y opciones para una política empresarial pública regional*, que aclaraba estadísticamente la sensación, sentida en el INI de antiguo, de que el Grupo había inmovilizado sustanciales inversiones en áreas poco industrializadas, al tiempo que reflejaba, mediante un rápido análisis sectorial, el enfoque predominantemente estatal del Grupo INI. Conclusión principal del estudio era la de que las SODI aportaban una estrategia empresarial de desarrollo regional, que constituía una novedad de difícil asimilación en la operativa convencional del INI.

Ambas afirmaciones continúan manteniendo, en el horizonte de 1980, plena vigencia. El INI ha reforzado su enfoque estatal y ha concentrado aún más sus esfuerzos inversores en unos pocos sectores clave de la actividad económica del país. La localización de estas inversiones no responde a criterios de co-

rrección de desequilibrios regionales, pero tampoco puede achacarse a las mismas la ampliación del abanico de dichas disparidades. Como ya se señalaba en el informe antes citado, y apoyándose en estadísticas del año 1976, el INI no ha seguido un proceso de concentración espacial de sus actividades similar al de la industria transformadora privada.

2.2. El INI ante la configuración del Estado de las Autonomías

El artículo 149 de la Constitución española enumera una larga lista de materias que permanecen bajo la competencia exclusiva del Estado. Sin embargo no se hace mención al sector público industrial, con lo que se abre (al amparo del mismo artículo 149.3) la posibilidad de que las Comunidades Autónomas quieran asumir determinadas competencias sobre el INI, o alguna de sus empresas.

Ello podría poner en peligro la propia supervivencia y, en cualquier caso, la eficacia del INI como instrumento de la política industrial del Gobierno para el conjunto de la economía española.

De otra parte, el proceso de formación del Estado autonómico va a afectar, de una forma u otra, al conjunto de actuaciones estatales en la economía del país; es decir, va a modificar la faz, y presumiblemente los contenidos, del intervencionismo en nuestro país. Junto al sector público industrial estatal, acabarán por configurarse sectores públicos industriales en cada Comunidad Autónoma. Es,

pues, conveniente echar un vistazo a la situación actual de estos problemas, a la luz de los textos legales aparecidos hasta el momento y de modo especial a los Estatutos vasco, catalán y gallego.

Estatutos de Cataluña y País Vasco

Los artículos 9, 10, 11 y 12 del Estatuto de Cataluña definen el marco general de competencias de la Generalidad. Su artículo 12.2 dice textualmente: «*La Generalidad participará asimismo en la gestión del sector público económico estatal, en los casos y actividades que procedan.*» Asimismo, se reserva la competencia sobre el desarrollo y ejecución en Cataluña de los planes establecidos por el Estado para la reestructuración de sectores industriales.

De igual forma, en el Estatuto de Autonomía del País Vasco, artículo 12, puede leerse que «*Corresponde a la Comunidad Autónoma del País Vasco la ejecución de la legislación del Estado en las materias siguientes:*

... 7. *Sector público estatal en el ámbito territorial de la Comunidad Autónoma, la que tendrá participación en los casos y actividades que proceda...*»

En la reestructuración de sectores industriales, corresponde al País Vasco el desarrollo y ejecución de los planes establecidos por el Estado (art. 10-30).

Puede, pues, decirse que, hasta el momento, no se recoge de forma explícita, en estos dos Estatutos, la participación de las Comunidades Autónomas en el sector público es-

tatal y, por ende, en el INI. Parece demasiado ambigua la formulación recogida, si bien pudiera dar lugar a un desarrollo reglamentario del Estatuto.

De otra parte, conviene señalar que el artículo 53 del Estatuto de Autonomía de Cataluña dice: «*La Generalidad, de acuerdo con lo que establezcan las Leyes del Estado, designará sus propios representantes en los organismos económicos, las instituciones financieras y las empresas públicas del Estado cuya competencia se extienda al territorio catalán y que por su naturaleza no sean objeto de traspaso.*»

Se reconoce aquí la existencia de empresas públicas con actuación en Cataluña pero no transferibles; de otra parte, se está a lo que dicte el Estado en relación a la representación de la Generalidad en dichas empresas. Conclúyase esta breve exposición señalando que tal artículo no encuentra similitud en ninguno del Estatuto vasco.

II. DEL ESTATUTO ORIGINARIO DE SODIGA AL ESTATUTO DE MEDIACION FINANCIERA DE 1976

La pequeña historia de los estatutos de las SODI tiene tres etapas que corresponden a la creación de SODIGA en 1972, a la de SODIAN y SODICAN en diciembre de 1976, y a la eventual promulgación de nuevos Reales Decretos de creación de SODI en 1982. Los tres elementos claves que predomi-

nan en cada una de esas fases pueden enumerarse como sigue:

1) El estatuto originario de SODIGA es, esencialmente, el estatuto de una sociedad de participación accionaria minoritaria y temporal sin ninguna capacidad de mediación financiera. Su instrumentación jurídica toma elementos de los estatutos propios de la Banca industrial, surgida de la Ley de Bases de 1962, a la que se asimila en el plano fiscal pero no en el financiero.

2) El estatuto de 1976 es ya un estatuto que permite definir a las nuevas SODI como «sociedades mercantiles de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, minoritaria y temporal, la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios». Los Reales Decretos 3.029/1976, de creación de SODIAN, y 3.030/1976, de creación de SODICAN, ambos de 10 de diciembre, son ya una pieza con todos los elementos funcionales característicos que se analizarán en los sucesivos epígrafes de este artículo.

3) El borrador de Real Decreto de creación de nuevas SODI para 1982 incorpora dos innovaciones esencialmente institucionales. Primero, prevé la incorporación al accionariado de los entes autonómicos —una vez transcurrida la fase preautonómica establecida en la Constitución, ya que los entes preautonómicos no tienen capacidades de gastos de inversión, sino básicamente, de gastos corrientes—. Segundo, contempla de un modo más abierto la incorporación de la Banca privada, a cuyo objeto considera explícitamente la aptitud de las obligaciones emitidas por las SODI

para la cobertura de los coeficientes de inversión obligatoria de la Banca privada (1).

1. Posturas alternativas a la estrategia de participación minoritaria y temporal

La participación accionaria minoritaria y temporal es, desde el origen de SODIGA, la característica definitoria de una SODI como entidad de promoción. No es, sin embargo, un principio unánimemente aceptado. El artículo 4.º de los estatutos de 1976 establece una participación entre el 5 y el 45 por 100, modificando los límites iniciales establecidos en el estatuto originario de SODIGA de 1972, que eran del 10 al 35 por 100. En el primero de los apartados de este epígrafe se examinarán diversas posturas alternativas y en el segundo se procurará fundamentar las razones en favor de la participación minoritaria y temporal.

Las principales posturas alternativas se sitúan en los tres vértices del principio de la participación minoritaria y temporal:

— Los defensores de la participación mayoritaria, fundándose en la conveniencia de guardar la iniciativa y/o control de un proyecto.

— Los defensores de eludir la participación accionaria para operar como un intermediario financiero bancario a largo plazo.

— Los defensores de la participación permanente del accionariado público, aludiendo a las eventuales ventajas de una política corporativa conjunta entre las SODI y el INI.

La hipótesis de la participación mayoritaria

La participación minoritaria obliga a las SODI a depender de iniciativas ajenas. Se aduce por los defensores de la hipótesis de participación mayoritaria que, en una etapa de estancamiento industrial, difícilmente se pueden desarrollar iniciativas sin tal participación de liderazgo.

Hay, no obstante, un caso que merece particular atención: el de las iniciativas fuera del ámbito estrictamente industrial, para las que es difícil encontrar accionistas privados mayoritarios y que, de un modo u otro, afectan tangencialmente a otros organismos o empresas públicas. Experiencias tales como la promoción de viviendas sociales, recogida y tratamiento de residuos urbanos, promoción de una innovación tecnológica en algún sector de actividad local en regresión (prototipo pesquero de bajura en Canarias, por ejemplo), etc., entran dentro de tal supuesto.

La participación financiera en un proyecto debe de estar siempre proporcionada a la responsabilidad en la gestión. Las SODI son, esencialmente, empresarios del dinero a largo plazo. No pueden tener una responsabilidad protagonista en la gestión de un proyecto ni deben participar mayoritariamente en el mismo, ya que ello requiere una empresa «sectorial, supra-regional, permanente», pública o privada, en un enfoque diferenciado de lo que son las SODI. *La participación minoritaria es, más que una norma estatutaria, una regla de oro para la gestión de las SODI; el modo de adecuar la participación a una responsabilidad no protagonista en la gestión de las participadas.*

La hipótesis de la financiación sin participación

Más que una hipótesis, la financiación sin participación es una aspiración lógica de los profesionales llegados a las SODI desde la Banca privada. La participación constituye un elemento de rigidez en la operativa de todo intermediario financiero, como se tendrá ocasión de ver en el epígrafe dedicado a los problemas de gestión de las SODI. En segundo lugar, no siempre son positivos los efectos de la participación accionaria de una empresa estatal en una empresa de pequeña o mediana dimensión. Finalmente, la participación minoritaria no aporta ventajas decisivas desde el punto de vista del control del riesgo, aunque la presencia en el Consejo de Administración otorga indiscutibles ventajas respecto al control del financiero ajeno a la empresa. La financiación con participación representa una forma de obligarse más estrechamente al seguimiento de la empresa financiada, que la actuación clásica de la Banca oficial.

Casi todo lo que se puede decir respecto a la mediación sin participación ha sido expuesto por Pierre Poplu (2). Como es sabido, el estatuto original de las *Sociétés de Développement Régional* francesas de 1955 contemplaba a éstas como sociedades de participación. El tiempo y la lógica financiera han conducido a estas SDR francesas a una política definida de financiación sin participación o con una participación simbólica del 1 por 100 en el capital social. En realidad, este modelo es tan antiguo como la propia teoría de la Banca, intermediario financiero y nunca accionista empresarial.

Al autor de este trabajo le parece más coherente el propio planteamiento de Poplu al censurar el modelo francés, cuando recuerda que la preferencia de las SDR hacia la mediación no es sino resultado de un sistema que hace de estas sociedades un canal de financiación privilegiada (3).

El libro de Poplu tiene todo el valor de una premonición —y esperamos que no de una profecía— para los administradores de las SODI. La financiación sin participación es la vía más fácil para el desarrollo de las SODI, pero deja sin un hueco específico a las SODI en el sistema financiero español. *La misión de las SODI es promover, atraer iniciativas viables de los grupos industriales con capacidad de gestión, compartiendo riesgos accionarios y ofreciendo la financiación a largo plazo adecuada a cada proyecto.*

La asociación temporal en el riesgo (*joint venture*) debiera ser siempre una característica inalienable a las SODI, aun a sabiendas de que este tipo de asociación no es nunca recomendable para el pequeño empresario individual. Y es que un empresario individual con el soporte indirecto del Estado pierde las cualidades combativas genuinas del espíritu de empresa sin alcanzar a convertirse en una corporación moderna. Por todo ello las SODI debieran apuntar a *promocionar selectivamente un conjunto limitado de iniciativas capaces de mantener y atraer a la región el interés y la confianza del sector privado*. La idea de la participación minoritaria y temporal, aun simbólica, juega en este orden de consideraciones.

La hipótesis de la participación permanente

Todo lo dicho con anterioridad se aplica en contra de esta hipótesis. La idea ha tenido pocos defensores, pero sí alguno dentro del propio INI. Su planteamiento puede resumirse así: las SODI debieran, en los casos que lo estime oportuno el INI, incluir cláusulas contractuales reconociendo explícitamente a alguna de las empresas del Grupo su derecho preferente a la adquisición de las acciones al cabo del período máximo de permanencia (diez años).

En principio, la lógica intuición de los administradores indica que será fácil enajenar las buenas participaciones y más difícil aquellas iniciativas afectadas por la crisis industrial. Aquí merece la pena discutir estrictamente la hipótesis de la temporalidad o la permanencia con independencia de la casuística. En primer lugar, está claro que la intención del legislador es la de que las SODI operen como entidades de promoción y no como caballo de troya del sector público. La Dirección de Desarrollo Regional y el INI han mantenido hasta hoy el criterio de que este tipo de acuerdos en favor de la permanencia del INI, mediante un derecho preferente de suscripción tras la salida de la SODI, irían contra el espíritu de los Reales Decretos de creación.

En segundo lugar, la participación permanente constituye uno de los más temidos fantasmas de la presencia de las SODI para la iniciativa privada. No le faltan razones al sector privado: sean cuales fueran los estatutos (artículo 4.º), el Estado tiene una larga tradición de avance en trinquete. Los primeros ejer-

cicios de las SODI se han desenvuelto en la peor etapa de la reciente historia de la industria española, de tal modo que, paradójicamente, han sido las SODI quienes más han defendido la instrumentación o encauzamiento de su enajenación estatutaria en previsión de un desmoronamiento del mercado privado de la renta variable. Pero el orden histórico de los acontecimientos apunta hacia una prevención del inversor privado ante la intervención del Estado.

En suma, la idea de la participación permanente sólo puede ser defendida por aquellos para quienes la propiedad del Estado es un fin en sí misma. Es oportuno establecer una de las tesis fundamentales de esta investigación: la bondad de una Administración pública no debe medirse por su tamaño sino por su eficacia. Más aún, el crecimiento y la eficacia pueden llevar caminos opuestos dentro del aparato del Estado. El crecimiento de la intervención puede convertirse en un objetivo del aparato político y del funcionariado administrativo con absoluta independencia de la racionalidad pública y social.

2. Una compensación: la mediación financiera. Una incógnita: la capacidad de captación de pasivo

2.1. La mediación financiera

El artículo 5.º de los Reales Decretos de 1976 incorpora una decisiva innovación respecto al estatuto originario de SODIGA de 1972: «SODI... podrá otorgar créditos a medio y largo

plazo, y avales, a las empresas en que participa.»

Hay razones para pensar que la capacidad de mediación financiera constituía una cierta compensación al INI en pago por la asunción de estas nuevas hijas no deseadas. De hecho, la mediación financiera no se contempla inicialmente sino como un instrumento de apoyo a la promoción, nunca como un objeto social en sí misma; y, como se tendrá ocasión de comprobar, el estatuto arroja un interrogante sobre la capacidad de captación de pasivo de las SODI. Pero, aun sin posibilidad de ser calificadas ni jurídica ni funcionalmente dentro del estatuto bancario, las SODI son las empresas estatales controladas por el INI que más se aproximan a la idea de un Banco. Ciertamente, el criterio del INI apuntaba más a levantar los resultados de las SODI por la mediación financiera —dada la imposibilidad de hacerlo por la vía del dividendo en plena crisis industrial— que a gestar embriones bancarios (4).

Sea como fuere, el estatuto de 1976 suponía una decisiva innovación tanto para el Grupo INI como para el *statu quo* bancario. Por primera vez, unas empresas estatales (5) controladas por el INI podían otorgar créditos a medio y largo plazo a empresas no estatales (aun cuando sujetas al requisito de la participación por la propia SODI) y, también por vez primera, unas entidades ajenas al *statu quo* bancario eran autorizadas a desarrollar algunas de las operaciones reservadas a la Banca.

Por todo ello, no es exagerado calificar al estatuto de 1976 como el estatuto de mediación

financiera y entender ésta como una compensación del Gobierno al INI por el obligado encaje de las nuevas SODI.

2.2. Una incógnita: la capacidad de captación de pasivo

El desarrollo práctico de la capacidad de mediación financiera está seriamente limitado por los propios cauces de captación de pasivo contemplados en los Reales Decretos de creación. El artículo 6.º de los mismos hace referencia a tres vías principales de captación: la emisión de obligaciones, la obtención de préstamos de las Cajas en condición de préstamos de regulación especial —con la innovación del Estatuto de 1980 relativo a la Banca privada—, y el acceso al crédito oficial a través de la correspondiente línea especial. Al margen de estas tres vías, las SODI pueden mediar en la captación de recursos de sus participadas («gestionar emisiones de obligaciones por cuenta de las sociedades en que participe»).

La vía clave en cuanto a la capacidad de captación de pasivo de las SODI reside en la emisión de obligaciones y, condición *sine qua non*, la calificación de las mismas para su aptitud en las inversiones obligatorias del ahorro institucional y en el coeficiente de inversión de la Banca privada.

Es razonable el criterio defendido por las Cajas de Ahorros en el sentido de que toda solitud del Gobierno en forma de coeficientes de inversión en favor de la financiación por acciones u obligaciones de las

SODI se extienda al resto de las instituciones financieras que operan en la región, en proporción a su captación de recursos en las mismas.

Por lo demás, no existe una perspectiva razonable de que los préstamos de regulación especial ni la precitada línea de crédito oficial puedan llegar a constituir una fuente regular de recursos para las SODI.

3. El escepticismo del legislador: eventual subvención del Estado para mantener el equilibrio financiero

El punto 4 del artículo 6.º de los Reales Decretos de creación de las SODI establece: «El Estado podrá subvencionar a SODI... para asegurar su equilibrio financiero.» El texto parece pensado para garantizar la solvencia de las SODI, pero si se tiene presente que las SODI son sociedades anónimas sujetas al derecho privado en el régimen de una economía de mercado, uno empieza a pensar que el legislador ha puesto en duda el espíritu mercantil del Estado, la capacidad de desarrollar una gestión empresarial que retribuya razonablemente los recursos financieros invertidos por el Estado a través de la empresa pública. Es, pues, el primer conflicto conceptual a nivel estatutario entre el sustantivo de empresa y su calificativo de pública (6).

El célebre artículo 6.º punto 4 tiene, al fin, un significado plenamente racional: el medio por el que el Estado puede garantizarse el control, a largo pla-

zo, de una SODI es el de abrir el paso a una eventual subvención, facilitando la potencial precariedad financiera de las SODI. No ha sido esa, ciertamente, la voluntad del legislador; pero la fuerza de la lógica se sitúa en ocasiones por encima de las voluntades individuales. Es la misma fuerza lógica que ha permitido a los Estados europeos alcanzar una dimensión empresarial formidable.

Si se desea practicar una filosofía empresarial ortodoxa en las SODI, bajo criterios de rentabilidad mercantil, habría de renunciarse a la norma estatutaria 6.4. Quiere ello decir que si una SODI no es capaz de subsistir en una economía de mercado sin la subvención del Estado, es preferible liquidarla. Parafraseando a Wilde, podría decirse que los motivos de la cláusula 6.4 rara vez podrán interpretarse con pureza, y nunca con sencillez.

4. Consideraciones estatutarias a la luz de la experiencia francesa

El estatuto de las SODI no es exactamente comparable al de sus homónimas francesas, aunque ambos responden a ese criterio «inmunizador» mediante el que el Estado despeja por anticipado la eventual posibilidad de una quiebra. El lector debe consultar la ya citada obra de Pierre Poplu en su capítulo 1.º, «Estatuto jurídico y fiscal». A modo de resumen, puede decirse que las normas estatutarias de amparo a las SDR francesas son agrupables en tres principales apartados: medidas tendientes a evitar la doble impo-

sición; medidas tendentes a recibir beneficios fiscales de apoyo a la inversión; y la célebre garantía de dividendo durante los doce primeros ejercicios de actividad.

Contrasta la situación estatutaria de las SDR francesas con la de las SODI que, aun siendo empresas estatales por la participación mayoritaria del INI, son igualmente sociedades anónimas sujetas al derecho privado y con un capital privado del 49 por 100. El estatuto de las SODI es —si puede aplicarse el calificativo en este contexto— más «liberal» que el francés. Y la ausencia de especiales protecciones a las SODI se lleva al extremo de dejarlas en peor situación comparativa que las eventuales sociedades privadas y la Banca industrial tras la publicación de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre (7).

El olvido del legislador hacia las SODI tiene su origen en la propia Administración y tiene su explicación en la dinámica de las SODI durante el período 1977-80. Tras un lanzamiento espectacular, las SODI siguen una fase de consolidación interna, como se examinará en el capítulo siguiente. En el momento en que las SODI dejan de ser un producto políticamente vendible, la Administración olvida. Esta es otra de las tesis que mantiene la presente investigación respecto a los principios diferenciales del comportamiento del sector público y el sector privado. Para los gestores de lo público, no estar presentes es un error. La máxima de Tayllerland también puede aplicarse al ámbito del poder público mercantil.

5. Estatutos *versus* historia. Una digresión sobre el INI y las SODI a la luz de sus documentos estatutarios y sus circunstancias históricas

Para muchos, la posible analogía entre el INI y las SODI ha sido, desde el día en que se creó SODIGA, una preocupación subconsciente que no se ha explicitado por distintas razones. ¿Pueden llegar a ser las SODI, en su contexto autonómico, embriones de INI regionales? ¿Pueden desarrollar una política industrial bajo un mismo patrón aunque a diferente escala? ¿Cabe suponer que seguirán un mismo enfoque financiero? La tesis que aquí mantengo es que no debe exagerarse la analogía entre el INI y las SODI, salvando quizás el área financiera. A continuación expondré las principales diferencias existentes tanto entre sus estatutos como entre sus orígenes.

La forma jurídica: organismo autónomo del Estado «versus» sociedad anónima

El INI es, en su origen, un organismo autónomo de la Administración del Estado, creado por la Ley fundacional de 25 de diciembre de 1941, con una estructura marcadamente presidencialista. Por el contrario, las SODI son sociedades anónimas sujetas al derecho privado, constituidas ante notario por un grupo de accionistas que designan un Consejo de Administración como máximo órgano de gestión social. La forma jurídica tiene en sí misma gran impor-

tancia; no hay en las SODI un accionariado homogéneo ni un poder ejecutivo comparable al del Presidente del INI.

Desde 1941, el INI responde en buena medida a los impulsos de una presidencia ejecutiva, con gran autonomía de la esfera gubernamental en la etapa Suanzes y con una desigual dependencia del Ministerio de Industria a partir de 1967. El Consejo de Administración del INI es un Consejo de Subsecretarios y Directores Generales que, defendiendo los criterios de su departamento, deben respetar una parcela administrativa que compete al Ministerio de Industria. Es, manifiestamente, un Consejo ajeno a los criterios patrimoniales que imperan en el de una sociedad anónima; la relación entre el Presidente del Consejo de una SODI y sus consejeros es enteramente distinta a la existente entre el Presidente del INI y su Consejo. Obviamente, la presidencia de una SODI puede recaer en un personaje políticamente fuerte, pero jamás dispone de las condiciones objetivas adecuadas para desempeñar la Presidencia ejecutiva propia del INI. Aunque más pequeñas en dimensión, el poder en un Consejo de Administración de SODI resulta estar más fraccionado que en el INI, organismo autónomo del Estado. Así, la impronta personal de un Presidente o Ministro debe dejar paso, al igual que en el resto de las empresas del Instituto, a la disciplina que imponen la Ley de Sociedades Anónimas, el balance y las cuentas de resultados.

*Del ideario de Suanzes
a la política industrial
de las SODI*

Este es, quizás, el punto de mayor divergencia entre el INI y las SODI. Aunque puede aducirse una aparente analogía entre la emergencia de determinadas circunstancias político históricas, tales como la autarquía nacional en los años cuarenta y el resurgimiento de las autonomías a finales de los setenta, un examen detenido de tales circunstancias puede mostrar que no existe un paralelismo entre los orígenes del INI y de las SODI. Lo que sí es obvio es la existencia de un impulso político previo a ambos enfoques de la empresa pública.

No hace falta recurrir a la ideología política de Suanzes, bien analizada por Schwartz y González (8) para comprender que las circunstancias son irrepetibles. Por ello, no deja de ser alarmante la reacción de determinadas voces procedentes de regiones industrialmente atrasadas que —quizá soliviantadas por agravios comparativos originados en concesiones gubernamentales hacia las nacionalidades históricas— claman por una política autonómica de autarquía industrial. La tentación de hacer de las SODI el eje de una política industrial autónoma y autárquica —repetiendo el modelo INI de la fase 1949-58— es demasiado evidente como para ser silenciada; y es un error grave, porque cuando un error se hace colectivo acaba adquiriendo la fuerza de la verdad, sin dejar de ser un error.

*Los objetivos del INI
y las SODI en los documentos
estatutarios*

En términos generales, las SODI, a diferencia del INI, carecen en su origen de un «ideario» industrial definido. De acuerdo con los fines contemplados en los Reales Decretos de creación, las SODI podían ser cualquier cosa de entre la lista que sigue:

— Un servicio de estudios macroeconómicos, en prolongación de las Facultades universitarias (en una interpretación parcial del art. 2.º, punto 5).

— Un eje de la política industrial autónoma con tendencias autarquizantes, al estilo del INI en su primera fase (aun en contradicción con el preámbulo de los Reales Decretos de creación).

— Un instrumento de desarrollo corporativo del propio Instituto adecuado a las peculiaridades de cada región.

— Un ente que, bajo la denominación de sociedad de desarrollo, cumpliera funciones, para las Cajas de Ahorros de cada región, similares a las que cumple la Banca industrial para la gran Banca comercial nacional.

La descripción de objetivos en los Reales Decretos de creación de las SODI es mucho más vaga que la enumeración de causas y objetivos contemplados en la Ley fundacional del INI (9). En ella la descripción de causas y objetivos sigue un orden lógico; se parte de un ideario industrial para constatar dos obstáculos a tal ideario: los defectos del mercado financiero y la falta de empresarios para ejecutar tales programas.

Nada de esto es asimilable al reciente origen de las SODI, ni podía serlo. Ya se ha dicho que la estructura presidencialista del organismo autónomo INI facilita la impronta personal de la presidencia ejecutiva frente a la concepción de sociedad anónima de las SODI. La impronta de Suanzes es consustancial a la definición de objetivos del INI, que los precitados historiadores concretan en dos: el aumento de la producción bruta y la sustitución de importaciones. Pero, sobre todos los elementos del *puzzle*, hay una imagen, una finalidad irrepetible en las circunstancias históricas de las SODI: la preparación industrial, mediante las sucesivas leyes de protección a la industria nacional de 1939 y la creación del propio INI, para una eventual economía de guerra (10).

Así, pues, la descripción de objetivos y el «ideario» industrial de las SODI es mucho más vago que el correspondiente a los orígenes del INI; y, quizás, afortunadamente. Esta última expresión hace referencia al hecho de que, desaparecido el contexto o la idea que propicia la creación de una empresa, es preciso aquel *tour de force* excepcional que no todos los gerentes saben ejecutar. Carentes de un ideario u objetivos industriales al estilo del INI, las SODI responden a una estrategia de promoción industrial a través de diferentes vías de mediación financiera que puede adaptarse a distintos contextos, sin desempeñar el protagonismo industrial que históricamente caracteriza al INI.

Por todo ello, difícilmente puede esperarse que las SODI cumplan con pragmatismo la misión de departamento de es-

tudios macroeconómico para la planificación económica regional o, siquiera, para la coordinación de la actuación del INI en la región. Respecto a la primera misión, carecen de competencias administrativas específicas, imprescindibles para traducir cualquier iniciativa con pragmatismo. La segunda, va contra la lógica del tiempo en la industria moderna, como va igualmente contra dicha lógica la pretensión de hacer de las SODI pequeños embriones de «INI regionales autárquicos».

La diferente aplicación de la diversificación del riesgo en el INI y las SODI

Toda corporación en crecimiento tiene que optar por determinadas decisiones en cuanto a su diversificación de riesgo. Por lo general, las corporaciones crecen multinacionalmente, manteniendo una relativa especialización sectorial, aun cuando controlen patrimonialmente otras actividades que se gestionan independientemente. La Banca internacional de un amplio grupo de países occidentales ofrece ejemplos al respecto sobre los que se volverá en el apartado V. Por lo general, las relaciones entre empresas independientes de un mismo grupo o corporación se limitan a la existencia de un *holding* financiero que evita intervenir en la gestión de las empresas para eludir una concentración de errores allá donde se supone concentrado el poder.

El INI sigue una dinámica peculiar difícilmente repetible en las SODI. La fase de diversificación sectorial autárquica supone la intervención, con desigual fortuna, en sectores poco conocidos por el propio *holding*;

pero las circunstancias históricas lo justifican. Con el comienzo de la «apertura» en 1958, Suanzes parece entrar en una fase de cautela: las empresas creadas entre 1960 y 1963 se limitan principalmente a la especialización en sectores ya conocidos del Instituto: petróleo, carbón, otra minería y electricidad. Pero el Instituto se había diversificado ya, peligrosamente, controlando una serie de actividades en las que el tiempo demostraría la imposibilidad de subsistir a la competencia internacional (o de las multinacionales sectoriales) sobre una base industrial estrictamente nacional.

El crecimiento de las SODI responde a una estrategia distinta. En cuanto entidades financieras, las SODI están obligadas a crecer con una diversificación del riesgo financiero; pero, por su naturaleza, pueden eludir la competencia directa con corporaciones sectorialmente mejor preparadas para ejercer una gestión empresarial. Además, las SODI pueden diversificar su riesgo financiero limitándose a intervenir en sectores previamente seleccionados, bajo un enfoque híbrido de diversificación financiera y especialización sectorial, pero sin acceder a la gestión. Por el contrario, el INI no puede renunciar a ejercer la gestión de una empresa controlada mayoritariamente y, si su filosofía original es válida, debe tratar de fortalecer una industria nacional allí donde las multinacionales son más poderosas. Ello es un imposible lógico en una economía industrial abierta a las relaciones internacionales y de ahí el fracaso del enfoque de la industria «nacional» en la crisis industrial transnacional que sucede al *crack* energético.

Señalemos, finalmente, que las SODI responden a una estrategia de diversificación financiera distinta de la de diversificación del control industrial practicado por el INI. Pero es oportuno tomar lecciones de la experiencia: si es lógica la aspiración de «crear y controlar una industria regional» no ha de ser menos lógica la consecuencia: cosechar números rojos. El INI debe adaptar su estrategia a los principios de una economía industrial multinacional, fase que podría periodificarse a partir de 1978, cuando el balance consolidado del INI arroja, por primera vez en su historia, abultadas pérdidas al activo. Las circunstancias históricas protagonizadas por el Instituto pueden justificar ese revés. Nadie podría explicarse que las SODI recorrieran a escala regional una etapa ya quemada por el INI a escala nacional hace treinta años.

III. UNA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO EN TRES FASES SOBRE EL PRINCIPIO DE EQUILIBRIO FINANCIERO (1977-86)

1. Primera fase (1977-78). Creación de equipo y definición del perfil empresarial: el riesgo del Parkinson administrativo

1.1. Mecánica de funcionamiento de una SODI

La principal dificultad, en la primera etapa de las SODI, fue la de diferenciar su naturaleza

empresarial de la de otros órganos administrativos ejecutores del gasto público. El anecdotario del año 1977 sería inagotable y, a modo de resumen, puede decirse que giraba sobre la idea de que las SODI eran como una versión actualizada de los Planes de Desarrollo con dotaciones presupuestarias anuales a distribuir entre los empresarios más avisados de cada región.

La confusión inicial respecto a las funciones de las nuevas SODI, condujo a los ofrecimientos más conspicuos que puedan imaginarse. La flecha contenida en el diagrama pretende resumir las funciones de una SODI, por otra parte evidentes a la luz del estatuto de las mismas. Los enunciados del diagrama no requieren comentario adicional.

1.2. El riesgo del Parkinson administrativo

Las tres nuevas SODI se encontraban, a mediados de 1977, con un consejo de administración, un gerente, 250 millones de capital correspondientes al primer dividendo pasivo desembolsado en el acto de constitución y depositado entre los propios accionistas privados (Cajas). Con la excepción de SODICAN, que contaba con una cierta infraestructura de la precedente «Delegación del INI en Canarias», las nuevas SODI navegaban en la liquidez excepcional de sus cuentas financieras de activo, debatiéndose entre seguir el rumbo que pretendía imponerse desde la Dirección de Desarrollo Regional del INI y proceder a fungir del modo más rápido posible los 250 millones de sus cuentas financieras de activo, para solicitar de

inmediato el segundo dividendo pasivo.

Al igual que las disponibilidades líquidas posibilitan el desarrollo del gasto y la inflación, las disponibilidades financieras del sector público posibilitan la contratación de personal con relativa independencia de su necesidad o utilidad. Las SODI constituían una ocasión excepcional a este respecto; la liquidez que siguió al desembolso de su primer dividendo pasivo constituía una invitación, aparentemente invencible, a la creación de un Parkinson administrativo. La avalancha de solicitudes de participación hubiera podido justificar un criterio generoso en la contratación, poniendo en dificultades el mantenimiento del equilibrio financiero (de la cuenta de explotación primero y del balance después) a medio plazo. Es obligado analizar el comportamiento de las SODI entre 1977 y 1980 para entender la disciplina financiera impuesta al objeto de impedir un descontrol en la formación de plantillas.

2. El equilibrio financiero como principio de disciplina en la fase de la transición (1978-80)

Desde finales de 1977, las SODI se configuraban conforme a la siguiente definición (acuñada, no obstante, con posterioridad): Sociedades mercantiles de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios.

2.1. Criterios organizativos iniciales (1977-78)

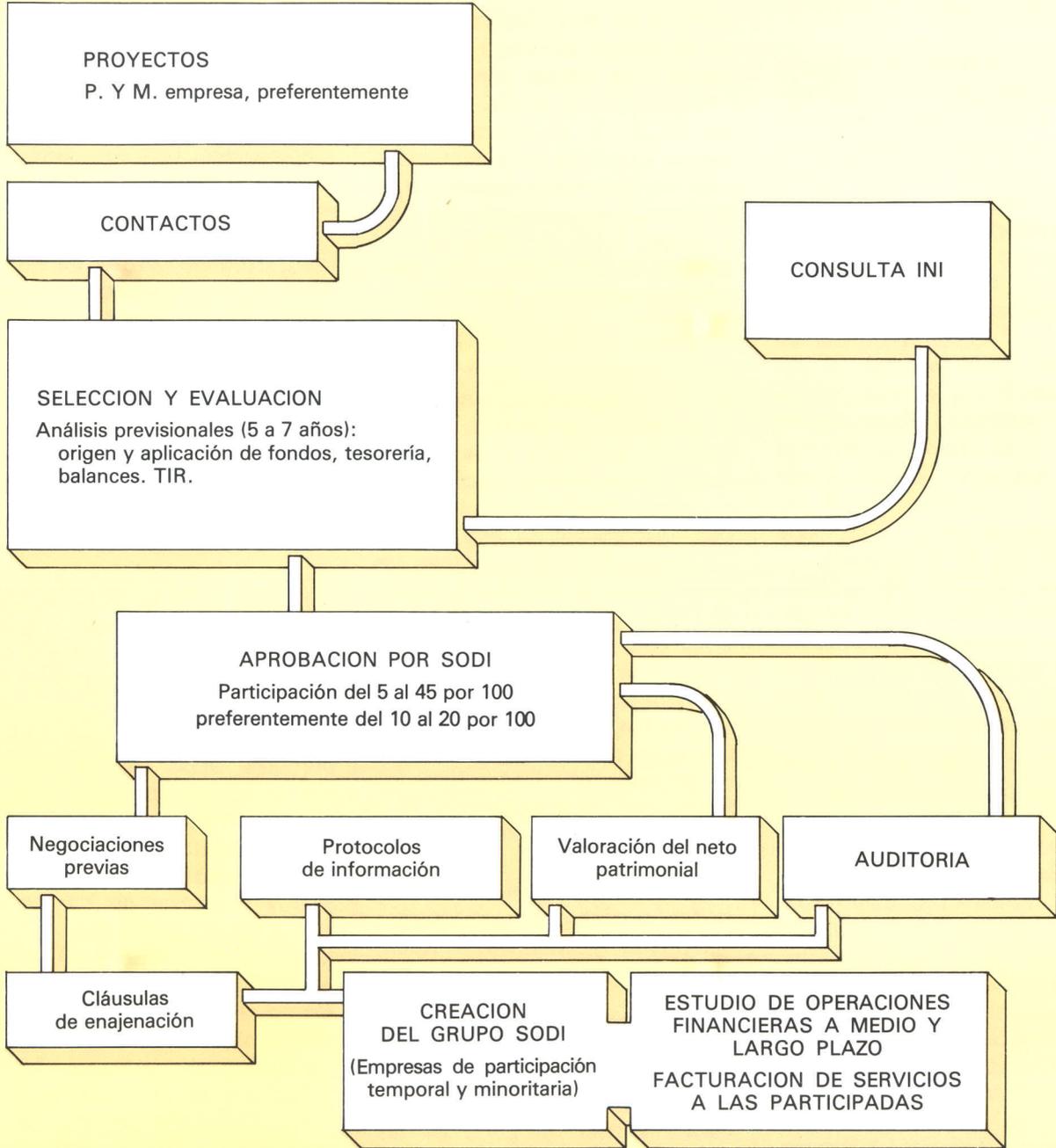
El énfasis dado al calificativo «mercantil» se concreta en la búsqueda del equilibrio financiero desde los primeros ejercicios. La política de equilibrio financiero se tradujo en las siguientes pautas de comportamiento orientadas a mantener los gastos originados por la organización inicial de las SODI dentro de las posibilidades de sus ingresos corrientes:

1) Creación de un equipo muy reducido de profesionales (media docena entre analistas financieros e ingenieros con experiencia en gestión de empresas), bajo la dirección de un gerente con no menos de diez años de experiencia en la dirección de Banca industrial o experiencia de gestión asimilable. Empleo total en el primer ejercicio en torno a diez empleados.

2) Evitar la creación de oficinas de representación durante los dos o tres primeros ejercicios, limitándose a desplazar profesionales dentro de la región cuando ello fuera preciso. Se pretendía mantener una relación de promoción estrecha y sostenida con los jefes de inversión de las Cajas de Ahorros, evitando una carga innecesaria sobre la cuenta de explotación de la SODI. Las gestiones locales de las SODI podían desempeñarse, aunque fuera provisionalmente, por las Cajas de Ahorros accionistas.

3) Eludir encargos de estudios y tareas de investigación regional, excepto cuando fuera posible su facturación a la entidad que encargara dichos estudios. Se pretendía evitar que las SODI se convirtieran en una

MECANICA DE FUNCIONAMIENTO DE UNA SODI



Asociación de Amigos del País con cargo a una explotación deficitaria.

Bajo estos criterios, la explotación podía presentar una cuenta de gastos acomodada a la única fuente de ingresos posible en los primeros meses de gestión: los intereses de las cuentas financieras de activo. En el período que va de julio de 1977 a junio de 1978 se examinaron 197 proyectos, seleccionándose 21 con un volumen de capital social de 3.500 millones de pesetas (de los que una participación sustancial correspondía a tres sociedades de elevado capital social y reducida participación accionaria). En el primer semestre de 1978 se inicia en SODIAN la facturación de servicios y en 1979 se ingresan en las tres nuevas SODI los primeros dividendos correspondientes al ejercicio de 1978 de las sociedades participadas hasta mediados de 1978.

Como es obvio, tales ingresos resultaban modestos en una fase tan temprana y hubieran conducido a pérdidas en la explotación de no haber contado con los ingresos procedentes de las cuentas financieras de activo o, aun contando con éstos, de haber iniciado la explotación con una nómina generosa. La estructura básica de la cuenta de explotación y balance de las SODI, a finales de esta primera fase, se pretendía conducir conforme al esquema (en millones de pesetas de 1978) que recoge el cuadro n.º 1.

2.2. Disciplina financiera y despegue organizativo (1978-80)

El desarrollo de los criterios organizativos iniciales supone la

adopción por las SODI de una postura modesta en relación, tanto a su lanzamiento político en el primer semestre de 1977, como a la propia «grandeza», inherente a la razón social de las SODI. Y, en efecto, al estrepito inicial de 1977, sigue una fase de discreción deliberada, a la espera de circunstancias más propicias para el curso normal de la vida social de unas entidades financieras.

Desde mediados de 1978 las SODI regularizan su política mixta de participación accionaria y mediación financiera. La entrada de las SODI en el ámbito de los préstamos a medio y largo plazo encuentra determinadas resistencias en algunos de los accionistas para quienes las SODI debieran limitar su actividad a la participación accionaria y al otorgamiento de avales, o sea a la asunción del riesgo. La actitud del INI, secundada por las Cajas más activas en los Consejos de las SODI, en favor de un desarrollo integral del estatuto de mediación financiera de 1977 (diciembre 1976 y marzo de 1977), termina imponiendo el perfil de las SODI como entidades mixtas de participación accionaria y mediación financiera.

Los criterios seguidos desde mediados de 1978 se orientan a diversificar las fuentes de ingresos de explotación (permitiendo reducir el peso de las cuentas financieras de activo), manteniendo los gastos limitados por la capacidad de cobertura de los ingresos corrientes. Tales criterios pueden resumirse del modo que sigue:

1) Incrementar y diversificar los ingresos distintos a los procedentes de las cuentas financieras de activo, al objeto de

equilibrar los gastos generales de la SODI con tales ingresos a partir del quinto año de vida social.

2) Tal criterio implica dos objetivos, uno a corto y otro a medio plazo, que conviene matizar. El objetivo a medio plazo es obvio: facturar todos los estudios y servicios manteniendo los gastos de estructura en un crecimiento moderado, hasta alcanzar la dimensión razonable en una sociedad de desarrollo regional.

El objetivo inmediato fue, lógicamente, motivo de controversia entre los accionistas (algunas Cajas y un Banco) opuestos a la mediación financiera y los accionistas (INI y mayoría de las Cajas) partidarios de dicha intermediación financiera. Dado que el estatuto de las SODI limita la posibilidad de préstamos a las sociedades participadas y que, por otra parte, el número de éstas era en los primeros años muy reducido, las SODI no contaban con la dimensión de operaciones activas suficientes para lanzarse a una captación sustancial de pasivo y alimentar su cuenta de explotación con un pequeño diferencial (2 a 3 por 100) sobre el coste de captación de pasivo. Como, además, la crisis industrial limita muy seriamente la capacidad de ingresos de las SODI por vía de dividendos de sus participadas, aquéllas se encontraban ante un nudo gordiano a la hora de mantener a corto plazo el objetivo de equilibrio financiero.

3) En consecuencia, las SODI contaban con tres alternativas para mantener su equilibrio financiero a corto plazo (durante los cinco primeros ejercicios sociales), aparte de des-

CUADRO N.º 1

ESQUEMA DE CUENTAS DE UNA SODI HIPOTETICA A LOS 12 MESES DE SU CONSTITUCION, CONFORME LOS OBJETIVOS Y CRITERIOS EXPUESTOS EN EL TEXTO. DEBE OBSERVARSE QUE EL PRIMER AÑO DE ACTIVIDAD AL QUE HACE REFERENCIA ESTE CUADRO NO COINCIDE, POR RAZONES DE CALENDARIO, CON EL EJERCICIO INAUGURAL (1-I A 31-XII CONFORME LA LEY DE SOCIEDADES ANONIMAS) (En millones de pesetas de 1978)

EXPLOTACION

DEBE		HABER	
Sueldos y salarios	16	Ingresos de explotación (facturación de servicios)	5
Gastos de Consejo	1	Dividendos percibidos	—
Otros gastos de la Sociedad	1	Ingresos atípicos	15
Saldo acreedor	2		
TOTAL	20	TOTAL	20

BALANCE DE SITUACION

ACTIVO		PASIVO	
Inmovilizado material	30	Capital desembolsado	250
Inmovilizado financiero	75	Capital pendiente de desembolso	750
Gastos amortizables	5		
Cuentas financieras de activo	140		
TOTAL	250	TOTAL	250

arrollar en todo caso su prestación y facturación de servicios. Tales alternativas eran:

— Primera, mantener la proporción excepcionalmente alta de las cuentas financieras dentro de su activo, al igual que en el primer ejercicio social, para cubrir los gastos de explotación con ingresos atípicos. Esta opción no era tolerable para el INI, que se convertía en depositante de fondos en las Cajas, ni para la gerencia de las SODI.

— Segunda, desarrollar intensamente la toma de participaciones accionarias al objeto de nutrir la explotación con los modestos dividendos de un número creciente de participadas. Tal alternativa era altamente peligrosa, ya que conducía a un crecimiento difícilmente contro-

lable de la cartera de participadas a las que se facilitaba financiación privilegiada mediante recursos propios sin coste exigible (el dividendo sólo es exigible una vez obtenidos beneficios).

En realidad, éste era el planteamiento inicial del estatuto de SODIGA en 1972. Tal alternativa conducía indefectiblemente a ampliaciones de capital de la SODI para mantener un elevado ritmo de inmovilizaciones financieras de baja rentabilidad (pues baja es la rentabilidad por vía de dividendo en una etapa de crisis industrial e inflación); en el momento en que los accionistas privados hubieran declinado participar en las ampliaciones de capital, el INI se hubiera visto obligado a tomar una

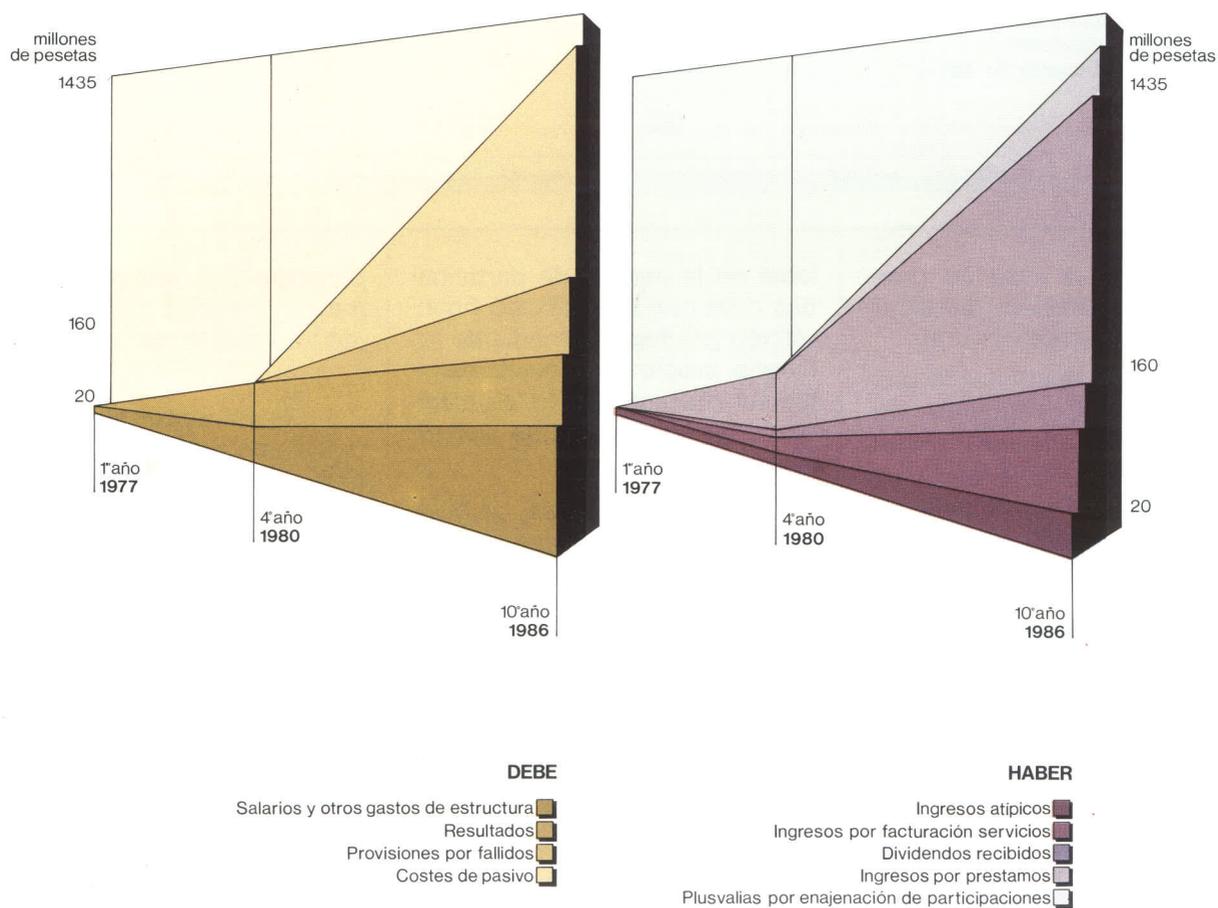
participación progresivamente mayor, rompiendo el equilibrio regional-estatal del accionariado.

— Finalmente se optó por una tercera alternativa, defendida desde la Dirección de Desarrollo Regional del INI e iniciada de modo particularmente activo por SODIAN. La alternativa era, obviamente, la de prestar temporalmente con recursos propios a las empresas participadas, diversificando el riesgo contraído con las mismas entre capital y exigible de las empresas participadas. No hace falta decir que prestar con recursos propios (de las SODI) constituye una heterodoxia financiera, sólo justificable temporalmente por las circunstancias expuestas con anterioridad.

**GRAFICO 1.
EVOLUCION PLANEADA DE LA CUENTA DE EXPLOTACION
DE UNA SODI, EN SUS DIEZ PRIMEROS AÑOS DE ACTIVIDAD
(Millones de pesetas constantes de 1980)**

El gráfico resume la evolución de la cuenta de explotación tomando como referencia los ejercicios 1.º, 4.º y 10.º que definen las tres fases analizadas en el texto. La evolución de las diferentes partidas tiene un perfil peculiar respecto a cualquier intermediario financiero bancario, por la restricción estatutaria que limita las operaciones de mediación financiera con las empresas participadas. Obsérvese que:

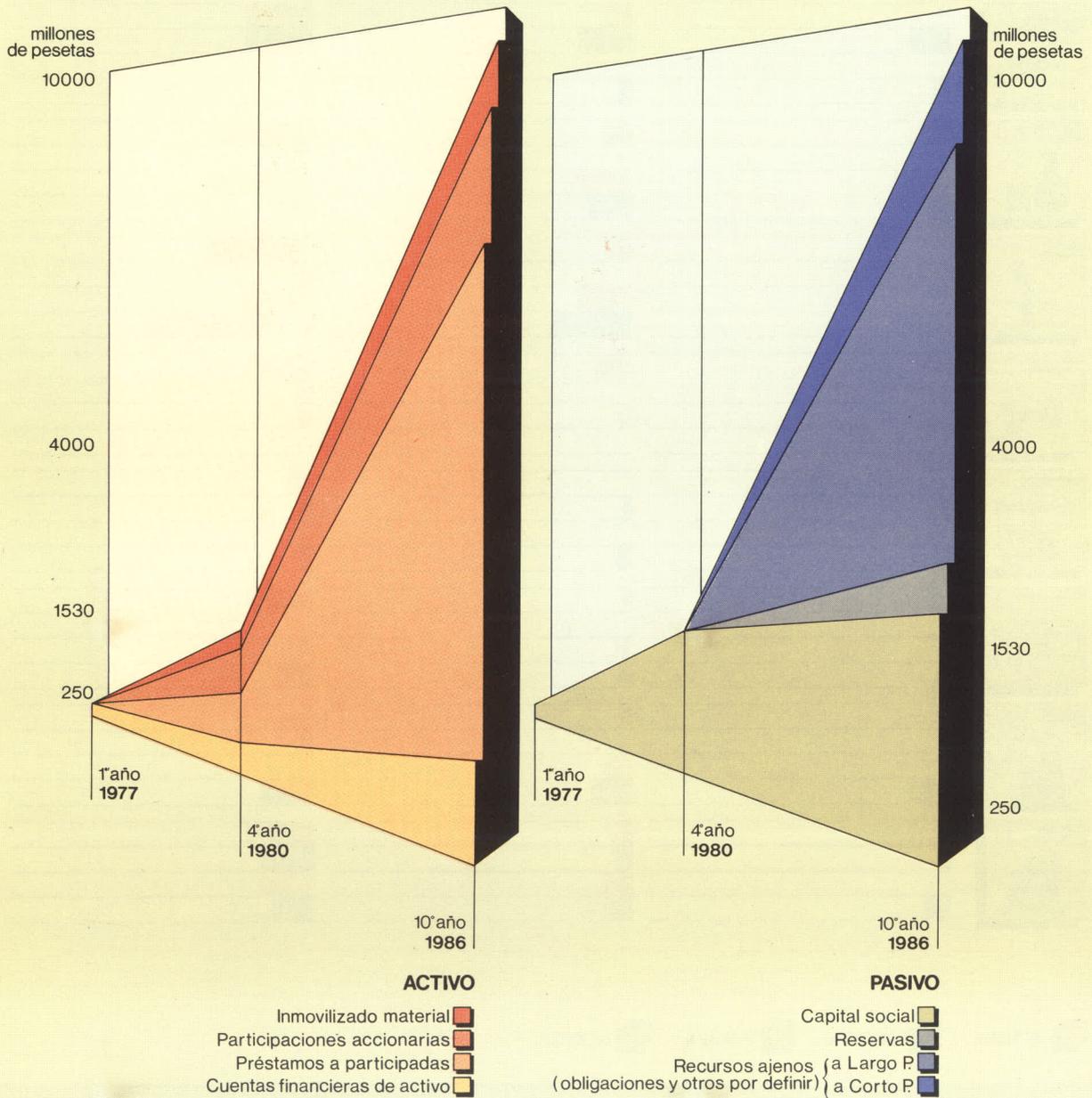
- Los salarios, que constituyen la casi totalidad de los gastos de estructura, pierden importancia al crecer las operaciones de mediación en la 3.ª fase. Se procura siempre mantener un equilibrio con los ingresos por facturación de servicios.
- A largo plazo, los costes de captación de pasivo constituirán el factor determinante de las SODI. Los ingresos por préstamos deben cubrir los costes de captación de pasivo y la provisión por fallidos.
- Los ingresos por dividendos y plusvalías jamás llegarán a suponer un porcentaje significativo del haber. La participación accionaria de la SODI es una vocación estatutaria pero no un buen negocio.



**GRAFICO 2.
EVOLUCION PLANEADA DE LA ESTRUCTURA DEL BALANCE
DE UNA SODI, EN SUS DIEZ PRIMEROS AÑOS DE ACTIVIDAD
(Millones de pesetas constantes de 1980)**

El gráfico resume la evolución de las masas patrimoniales del balance de los ejercicios 1.º 4.º y 10.º que definen las tres fases analizadas en el texto. Obsérvese que:

- Tras una fase inicial de equilibrio entre las operaciones de participación y préstamo, es de esperar que éstas acaben predominando en una proporción de uno a tres.
- La expansión de las SODI sigue el principio de aplicar recursos ajenos a préstamos. Los recursos ajenos deben ser obligaciones computables y otros fondos.
- El inmovilizado material de las SODI no crece con la expansión de las mismas, ya que éstas deben recurrir a mecanismos de financiación distintos a la tradicional expansión de la red de sucursales bancarias. Es de esperar que las SODI puedan obtener financiación del Fondo Monetario de Compensación Interterritorial, ya que parecen poco probables fuentes, como el Crédito Oficial o los préstamos de regulación especial, previstas en los estatutos de creación de las SODI. El recurso al interbancario debiera ser una opción a largo plazo.
- Toda solicitud del Gobierno a las Cajas, en forma de coeficientes de inversión en favor de la financiación por acciones u obligaciones de las SODI, debiera extenderse al resto de las instituciones financieras que operan en la región en proporción a su captación de recursos en las mismas.



**GRAFICO 3.
EMPRESAS PARTICIPADAS POR LAS SODI A 31-XII-80
SECTORES**

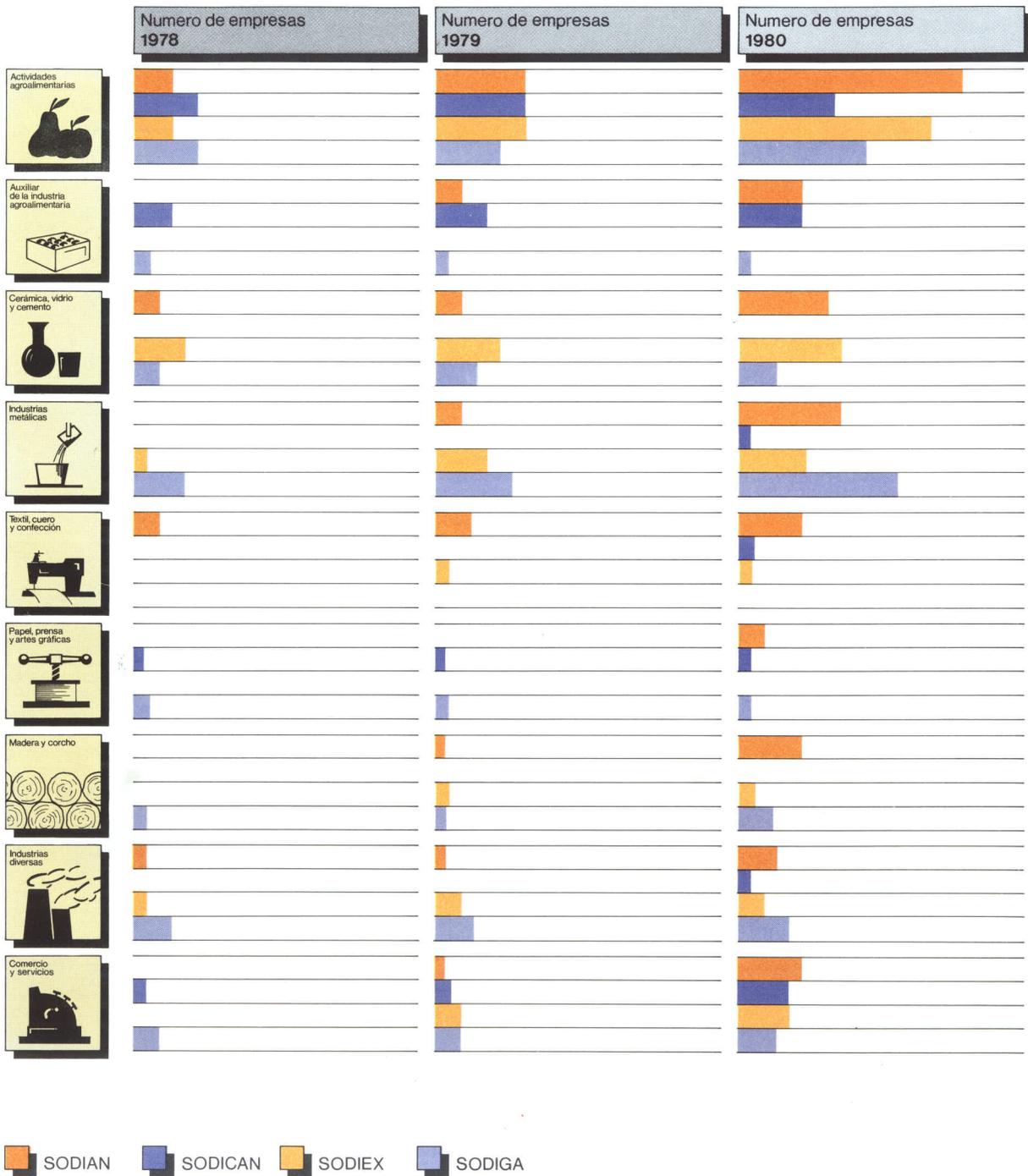
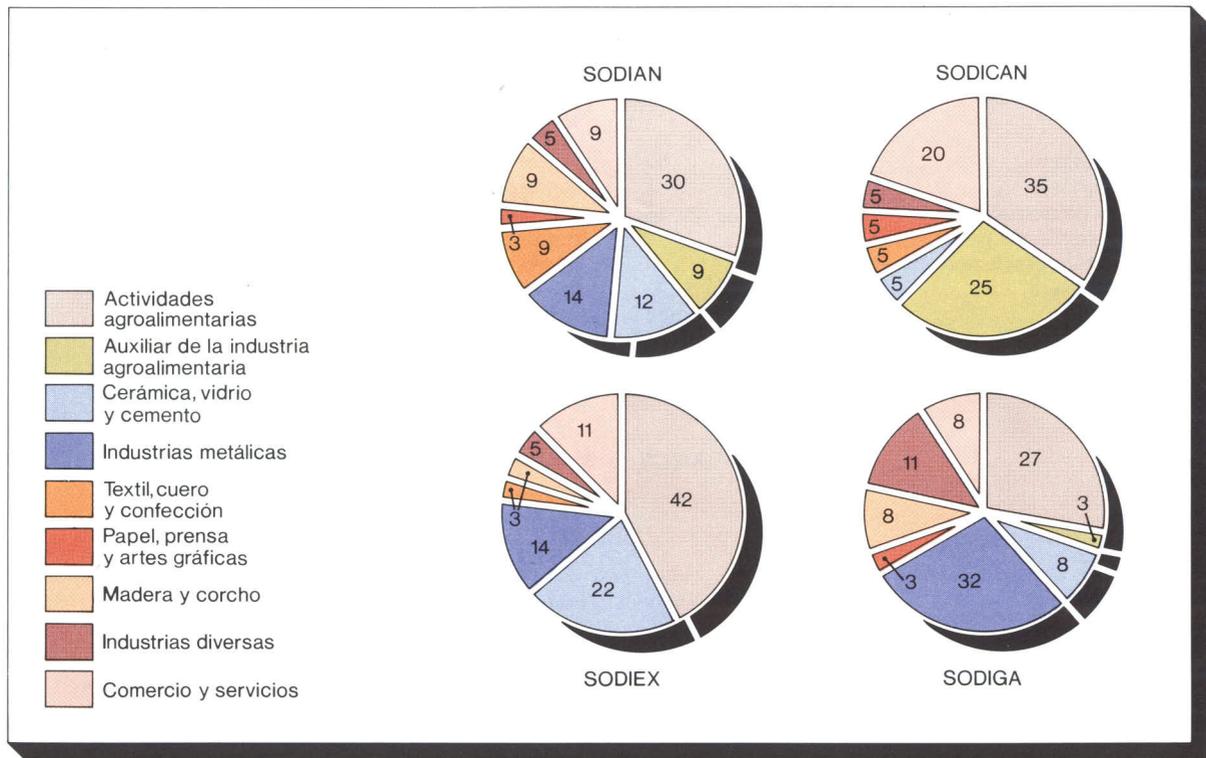


GRAFICO 4.
EMPRESAS PARTICIPADAS POR LAS SODI A 31-XII-80
PESO RELATIVO DE CADA SECTOR



4) En suma, la política de equilibrio financiero, en la fase de despegue organizativo de las nuevas SODI (de mediados de 1978 a 1980, inclusive), se concretaba en una política de crecimiento muy moderado, manteniendo una participación reducida (10 a 15 por 100 de capital), complementada con financiación a medio y largo plazo (cuatro a siete años).

De este modo, los objetivos medidos en la cuenta de explotación y balance de una SODI, para finales de 1980, podían concretarse en el esquema (en mi-

liones de pesetas de 1980), que se presenta en el cuadro n.º 2.

La lectura del cuadro n.º 2 requiere dos observaciones preliminares. Primera: el cuadro recoge una situación de transición entre el ejercicio inaugural (fase primera de creación) y la fase tercera de desarrollo pleno, caracterizada por la normal captación de pasivo y su aplicación a operaciones activas, fase a la que se dedica el epígrafe 2.3 de este capítulo. En segundo lugar, el cuadro n.º 2 no corresponde a una SODI específica sino que tiene algo de normativo, de lo que debiera ser el

normal desarrollo de una institución financiera de la naturaleza de las SODI, con independencia de la evidencia específica de cada una de las cuatro SODI existentes. Aunque el autor ha tenido presente elementos de cada una de las SODI, el cuadro n.º 2 contiene normas implícitas para definir la dirección de una nueva SODI en los cuatro primeros ejercicios de vida social, a la luz de la experiencia acumulada por las cuatro SODI preexistentes entre diciembre de 1976 y 1980.

En suma, debe retenerse la idea de que este cuadro corres-

CUADRO N.º 2

ESQUEMA DE CUENTAS DE UNA SODI HIPOTETICA A LOS CUATRO AÑOS DE SU CONSTITUCION, ANTES DE INICIAR LA FASE DE CAPTACION DE PASIVO PARA APLICACION A OPERACIONES ACTIVAS CON SUS EMPRESAS PARTICIPADAS (CONDICION ESTATUTARIA)
(En millones de pesetas de 1980)

EXPLOTACION (Y OTROS RESULTADOS)

DEBE		HABER	
Sueldos y salarios	60	Ingresos por facturación de servicios	30
Gastos de Consejo	2	Ingresos por avales	2
Otros gastos de estructura	18	Ingresos por dividendos	18
Costes financieros de pasivo	—	Ingresos atípicos	15
Provisión por depreciación de inmovilizado financiero (cartera)	20	Ingresos préstamos financieros	80
Saldo acreedor	60	Plusvalías realizadas en la enajenación de inmovilizado financiero (cartera)	15
TOTAL	160	TOTAL	160

BALANCE (a 31-XII-1980)

ACTIVO		PASIVO	
Inmovilizado:		Capital social (desembolsado)	1.500
Material	80	Reservas	30
Financiero	1.220	Exigible a largo plazo	—
Permanente (acciones)	660	1.ª emisión de obligaciones, 500 (en las cuentas de orden debiera reflejarse que se trata de una emisión en proceso de suscripción pendientes de disposición).	
Temporales (préstamos)	560		
Circulante (servicios pendientes de facturación, principalmente)	15		
Cuentas financieras (para un ritmo de inversión financiera mensual próximo a 100 millones)...	215		
TOTAL	1.530	TOTAL	1.530
Cuentas de orden y especiales	×	Cuentas de orden y especiales	×

ponde a una situación de transición y que, al igual que el cuadro n.º 3, posterior, contiene un enfoque normativo antes que meramente descriptivo.

La fase de transición que se examina se caracteriza, desde el punto de vista organizativo, por una expansión del equipo humano y de los medios materiales hasta alcanzar una dimensión técnica que sólo aumentará marginalmente a partir del cuarto o quinto ejercicio de ac-

tividad. De la media docena de profesionales cualificados y primera sede social contemplada a finales del primer año de actividad (mediados del ejercicio de 1978), puede pasarse a finales de 1980 (a los cuatro años de su constitución y a los tres y medio de actividad) a un equipo de veinte a treinta técnicos de experiencia y cualificación más diversificada, con una plantilla global en torno al medio centenar de empleados y una o dos pequeñas delega-

ciones en las localidades más significativas de la región, dando lugar a los gastos que se recogen en el cuadro n.º 2.

Tal desarrollo de la estructura (que sigue manteniéndose en unos límites modestos) resulta imprescindible en esta fase intermedia de la SODI para hacer frente a una avalancha inicial de expedientes (llegados por los procedimientos más diversos) a los que es preciso atender por razones mercantiles ob-

vias, aun cuando las expectativas de formalización de una operación y/o facturación de un servicio sean muy limitadas. Sin embargo, los cuatro primeros ejercicios determinan la acumulación de un trabajo de análisis del riesgo (proyectos o empresas existentes en la región) que resulta imprescindible de cara a una expansión posterior de la SODI.

Reducción de las cuentas financieras de activo y diversificación de ingresos

Esta es, sin duda, la característica financiera más notable de las SODI en la fase de transición desde su ejercicio constitucional a la fase de pleno desarrollo mediante la captación de pasivo. Una comparación de los cuadros núms. 1 y 2 permite observar que las cuentas financieras de activo han cedido progresivamente su importancia al inmovilizado financiero. Las cuentas financieras representaban al finalizar el primer año de actividad un 56 por 100 del activo de la SODI y proporcionaban un 75 por 100 de los ingresos de explotación (atípicos).

Al finalizar el cuarto ejercicio, el balance y la cuenta de explotación van adquiriendo progresivamente el aspecto propio de una sociedad de inversión y mediación financiera. Las cuentas financieras están ajustadas a unas necesidades de inversión financiera que se han elevado hasta alcanzar un ritmo mensual de inversiones próximo a los 100 millones de pesetas, mientras que el inmovilizado financiero supone ya un 80 por 100 del activo. Es incluso dudoso que estas cuentas de activo puedan generar unos in-

gresos atípicos de 15 millones que, por otra parte, apenas suponen un 9 por 100 de los ingresos de la SODI.

Es obvio que la SODI se alimenta de los ingresos por préstamos y que la provisión de fondos mediante recursos propios resulta manifiestamente heterodoxa. Ya se ha explicado con anterioridad que se trata de una situación transitoria y justificable en una concepción previamente definida acerca de las tres fases de crecimiento de una SODI, que ni puede cubrirse con dividendos ni puede intermediar con sociedades no participadas. Los ingresos por préstamos (50 por 100 del total de la explotación) contrastan con un coste nulo de la captación de pasivo, pero el balance anuncia la disposición de una emisión de obligaciones que alterará la presente situación.

En todo caso, *la diversificación de ingresos es considerable*, con seis fuentes, de entre las que destaca por su volumen la facturación de servicios y, por el mismo motivo pero a *sensu contrario*, la facturación por avales. El aval sería, en teoría, una fuente de ingresos muy adecuada para una SODI en una etapa de normalidad industrial, muy en línea con la venta de servicios financieros propia de un *merchant bank* con limitada capacidad de inmovilización financiera. Pero la actual etapa de inestabilidad industrial hace poco aconsejable esta actividad, por su elevado riesgo, para unas sociedades nacientes. De hecho, la cifra por avales corresponde a 150 millones avalados a 31 de diciembre de 1980 que, suponiendo un 10 por 100 de los recursos totales de la SODI, resulta una hipótesis bastante consistente

con la realidad. Por lo demás, los ingresos por dividendos reflejan la limitada capacidad de esta fuente de ingresos en un año como 1980, así como una preferencia por la solidez financiera en las participadas de las SODI.

La relación entre inmovilizado financiero por acciones y por préstamos es consistente con la realidad, como se comprobará en el siguiente apartado. Sin embargo, el futuro debe apuntar a un crecimiento más sensible en los préstamos con recursos ajenos que en las participaciones con recursos propios. La provisión para fallidos de la cuenta de explotación es algo optimista en un año de crisis, pero es conveniente en un cuadro como el n.º 2, que tiene bastante de normativo y didáctico. Finalmente, los ingresos por plusvalías se refieren a las realizaciones y no a las formalizadas en los acuerdos de enajenación.

3. Tercera fase: Captación de pasivo y aplicación a operaciones de activo (1981-86)

La tercera fase en el desarrollo de las SODI se inicia con la captación de pasivo exigible —principalmente por emisiones de obligaciones— para su aplicación a operaciones activas y conduce, a los diez años de creación de una SODI, al inicio de su madurez como institución financiera.

La cuenta de explotación para 1986 y el balance a 31 de diciembre de 1986 (cuadro n.º 3) se basa en las peculiaridades del estatuto de las SODI (de

1976) respecto al de las SDR francesas y al de la Banca industrial española. La principal de las tres peculiaridades es la de que, al ser las SODI sociedades basadas en la participación accionaria, el apalancamiento de sus recursos ajenos en recursos propios es reducido (cuatro a uno), y su inmovilizado financiero en acciones relativamente elevado respecto al de crédito (uno a tres).

*Relación recursos propios
«versus» recursos ajenos*

El lector puede quedar sorprendido al examinar la relación de recursos propios respecto a recursos ajenos, relación que en la Banca industrial puede llegar a ser de diez a uno (y en la Banca comercial española de veinte a uno, siendo incluso superior en el sistema financiero italiano). Considérese la proporción cuatro a uno como una estimación normativa del autor de este artículo, ya que son los Consejos de Administración de las SODI y el Gobierno, a través del INI, quienes deben resolver en última instancia el camino a seguir.

El lector puede ejercitarse en hacer supuestos acerca de los calendarios de emisiones y amortizaciones (lineales o no; con períodos de gracia homogéneos o no, etc.) y jugar con la tasa de inflación para convertir las pesetas constantes de 1980 en pesetas corrientes de los diferentes años. En particular, el cuadro n.º 3 refleja emisiones anuales de 500 millones entre 1981 y 1983 y emisiones semestrales de 1984 a 1986, que dan un montante total de 5.100 millones de pesetas, del que parte es ya exigible a corto plazo o ha sido amortizado.

El exigible recoge otras dos fuentes de financiación reconocidas en el estatuto de las SODI. No podría dejar de contemplarse semejante posibilidad, pero es menester advertir que el autor de este trabajo no considera a las SODI como administradoras de crédito oficial o de préstamos de regulación especial.

Con todo, parece evidente que el futuro a medio plazo de las SODI debe orientarse al crecimiento mediante la captación de recursos ajenos y su aplicación preferente a financiación externa de participadas. Compárense los balances correspondientes a la fase segunda (31 de diciembre de 1980) y a la fase tercera (31 de diciembre de 1986, en millones de pesetas constantes de 1980): las ampliaciones de capital han sido muy moderadas en términos reales (de 1.500 a 2.000 millones en pesetas de 1980) y orientadas a financiar las participaciones accionarias que se recogen como inmovilizado financiero permanente (aun cuando dichas participaciones tengan un límite de diez años).

El factor fundamental del crecimiento, desde el punto de vista del activo, lo constituyen los préstamos a participadas, que en 1980 eran levemente inferiores al volumen de inversión en acciones y ahora casi lo triplican (6.700 millones en créditos y 2.450 millones en participaciones). Todo ello refleja, en suma, las tres reglas de comportamiento características de una SODI:

1) Recursos propios de las SODI a recursos propios de sus participadas y recursos ajenos de las SODI a recursos ajenos de sus participadas.

2) Tendencia a la inversión en créditos en proporción de entre tres y cuatro a uno respecto a inversión en participaciones, tendencia planeada desde la constitución de las SODI, pero sólo viable a partir de esta tercera fase.

3) Apalancamiento de recursos ajenos en propios y proporción de créditos a inversiones inferiores a los habituales en la Banca industrial española y en las SDR francesas (que, pese a ser inicialmente sociedades de participación, han abandonado totalmente esta faceta en favor de la intermediación financiera). Se evidencia así que la SODI tiene una peculiar misión de promoción industrial mediante la asociación en el riesgo de los recursos propios de sus participadas.

*Otras rúbricas del balance.
Las cuentas financieras
de activo*

La SODI analizada refleja ya un exigible a corto plazo (a menos de dos años) que procede de los calendarios de amortización de sus emisiones de 1981 a 1984. El exigible a corto no implica variación alguna en el precepto estatutario que prohíbe la captación de depósitos a la vista. Sin embargo, es probable que en los próximos años se observe un desarrollo de las operaciones de emisión de obligaciones a medio plazo (tres a cinco años).

Las cuentas financieras de activo (600 millones de pesetas de 1980) se han estimado para un ritmo mensual de inversiones financieras de 200 millones de pesetas, amortizaciones de pasivo (obligaciones) de 60 millones y gastos mensuales de 10

CUADRO N.º 3

CUENTA DE EXPLOTACION Y BALANCE PREVISTOS PARA UNA SODI A LOS DIEZ AÑOS DE SU CONSTITUCION

EXPLOTACION (Y OTROS RESULTADOS) PARA 1986

(En millones de pesetas de 1980)

DEBE		HABER	
Sueldos y salarios	100	Ingresos por facturación de servicios...	100
Otros gastos de estructura	30	Ingresos por avales	15
		Ingresos atípicos	30
<i>Subtotal</i>	<u>130</u>	<i>Subtotal</i>	<u>145</u>
Costes de captación de pasivo	938	Ingresos por préstamos	1.140
Provisión depreciación inmovilizado financiero (fallidos)	182		
<i>Subtotal</i>	<u>1.120</u>	<i>Subtotal</i>	<u>1.140</u>
		Ingresos por dividendos	75
<i>Subtotal</i>	<u>—</u>	Plusvalías realizadas en la enajenación de inmovilizado financiero	75
Saldo acreedor	185	<i>Subtotal</i>	<u>150</u>
TOTAL	<u>1.435</u>	TOTAL	<u>1.435</u>

BALANCE A 31-XII-1986

(En millones de pesetas de 1980)

ACTIVO		PASIVO	
Inmovilizado:		Recursos propios:	
Material	150	Capital social desembolsado	2.000
Financiero	9.150	Reservas	600
Permanente (acciones)	2.450	Exigible a largo plazo (más de dos años):	
Temporales (préstamos)	6.700	— Deuda viva de las emisiones anuales de obligaciones	4.400
Circulante (servicios pendientes de facturación)	100	— Crédito Oficial (con afectación específica)	1.200
Cuentas financieras	600	— Préstamos de regulación especial (con afectación específica)	400
		— Exigible a corto y medio (menos de dos años) por amortizaciones financieras	1.400
TOTAL	<u>10.000</u>	TOTAL	<u>10.000</u>
Cuentas de orden y especiales; avales	1.000	Cuentas de orden y especiales; avales	1.000
Otros	x	Otros	x

millones, siempre en pesetas de 1980. Las cuentas financieras de activo reflejan un encaje del 6 por 100 del total del pasivo y del 8 por 100 del pasivo exigible.

Sin embargo, estas proporciones, aunque similares al coeficiente de caja de la Banca, no guardan una relación jurídica o financiera con el análogo coeficiente bancario de liquidez. Las operaciones de ventanilla de una SODI son escasas y sus cuentas financieras de activo tienen un significado financiero y empresarial propio. Se trata del dinero en metálico necesario para atender a los pagos a la vista de la SODI (como toda empresa) y viene a ser el «almacén de productos terminados» de una empresa cuyo objeto es el comercio del dinero y cuya principal mercancía es la disponibilidad de dinero en sí misma.

Por lo demás, *el inmovilizado material* refleja un muy moderado crecimiento de 90 a 150 millones en seis años, lo que enlaza con el igualmente moderado crecimiento de los gastos de estructura. En realidad, las SODI contaban ya a finales de 1980 con la estructura material y humana básica para su gestión. Por ello, mientras los recursos totales han aumentado un 500 por 100, el inmovilizado material sólo aumenta el 70 por 100 en seis años.

Cuentas de orden y especiales

Las cuentas de orden destacan la rúbrica de avales que asciende a un 10 por 100 de las masas patrimoniales del balance. Ya se ha hablado en el subepígrafe anterior —correspon-

diente a la fase intermedia (1978-1980)—, de los problemas que presentan los riesgos por avales: a comienzos de 1981, las cuatro SODI tenían el 40 por 100 del volumen de avales otorgados a empresas en crisis. El aval no requiere inmovilización de recursos financieros y su otorgamiento se basa en un análisis muy medido del riesgo, de tal modo que, *prima facie*, constituye un instrumento idóneo para unas sociedades con limitados recursos y especializadas en el análisis del riesgo empresarial a largo plazo.

La teoría se encuentra limitada, no obstante, por la realidad. La crisis empresarial se tradujo en una petición de avales a las SODI en favor de sus participadas por parte de los eventuales prestamistas. Ello refleja hasta qué punto descansa en la SODI la solución de una eventual crisis en cualquiera de sus participadas. Al objeto de evitar una peligrosa concentración de riesgo por avales, las SODI han limitado al máximo su política de avales, limitándola al aval mancomunado con el resto de los accionistas y rechazando cualquier solicitud de aval solidario. El 10 por 100 de avales estimados para finales de 1986 refleja que esta política de avales restrictiva seguirá vigente.

La *cuenta de explotación* se presenta con una agrupación de conceptos que deben guardar cierto equilibrio parcial dentro del equilibrio global entre debe y haber.

Cobertura de los gastos de estructura

Como consecuencia de las emisiones de obligaciones, los gastos de estructura han deja-

do de ser los protagonistas de la cuenta de explotación. No obstante, y pese a su limitado importe, son el cerebro de la explotación y de la SODI. Los gastos de estructura (sueldos y salarios, y otros) habrán de tener una expansión muy moderada entre 1981 y 1986 en comparación con el crecimiento de los recursos. Como se ha expresado con anterioridad, la peculiaridad estatutaria de las SODI —que requiere la participación accionaria como condición imprescindible para la intermediación financiera— les exige un fuerte desarrollo inicial de sus recursos humanos para el análisis del riesgo. El crecimiento posterior de la mediación (servicios) e intermediación financiera (préstamos) se basa en buena medida en el desarrollo inicial de medios humanos.

La *facturación de servicios* constituye la principal fuente de ingresos para la cobertura de los gastos de estructura. Los ingresos por avales son muy reducidos y los atípicos han perdido, como era de esperar, la significación que tuvieron en el ejercicio inicial.

Costes e ingresos de la intermediación financiera

Si los servicios (mediación) permiten la cobertura de los gastos de estructura, los ingresos por préstamos deben cubrir con holgura los costes de captación de pasivo y las provisiones por depreciación del inmovilizado financiero. Evidentemente, los ingresos por préstamos deben cubrir, igualmente, aquellos gastos de estructura originados en el estudio del riesgo, mientras que las provisiones para depreciación del inmovilizado financiero debieran ser cubiertas par-

cialmente por los ingresos por dividendos y plusvalías por la enajenación de participaciones. Pero la presentación de las rúbricas que aquí se efectúa pretende asociar simplídicamente determinados conceptos del debe y haber de la explotación.

Los *ingresos por préstamos* (1.140 millones de intereses, etcétera, sobre 6.700 millones de riesgo) reflejan una tasa de interés activo en torno al 17 por 100. Los *costes de captación de pasivo* se han estimado en un 12,7 por 100, posiblemente el 13,5 por 100 para las obligaciones y algo menos para otras fuentes. Los ingresos por préstamos cubren los propios costes de captación de pasivo que repercuten en la tasa de interés y representan un 14 por 100 (938 millones, entre 6.700 millones de préstamos), dejando un 3 por 100 de costes de transformación, que es una magnitud muy baja para los intermediarios financieros bancarios, pero razonable para un intermediario financiero no bancario como las SODI. Tal 3 por 100 debe cubrir parcialmente gastos de estructura y provisiones para fallidos, pero en nuestra presentación se asocia principalmente con los costes por fallidos (2,7 por 100 de costes, repercutido en la tasa de interés activa del 17 por 100).

Así, el tipo de interés (17 por 100) cubre el coste de captación de pasivo (14 por 100), todos los costes por fallidos, incluyendo los de inmovilizado (2,7 por 100) y un saldo acreedor del 0,3 por 100 que se acumula al beneficio de explotación. Las cuentas podrían presentarse de otro modo, reflejando el 2 por 100 de coste por provisión de fallidos en préstamos y en participaciones accionarias.

Origen y afectación de los resultados de explotación

Como consecuencia de la agrupación de conceptos que se ha presentado, los resultados de explotación se asocian principalmente a los ingresos por dividendos y a las plusvalías realizadas en la enajenación de inmovilizado financiero. La realidad es algo más compleja, pero esta presentación pretende destacar algunos objetivos de política económica de las SODI.

1) En primer lugar, las SODI deben de tener resultados positivos que reflejen la escasez del factor productivo capital invertido en las participadas, y que permita una defensa positiva del propio capital de la SODI ante la inflación. Todo ello queda evidenciado al haberse efectuado el análisis en pesetas constantes de 1980 (con una estimación muy optimista de los dividendos y de las plusvalías reales). Ciertamente, una presentación alternativa de los conceptos de explotación, permitiría apreciar que los resultados de la explotación proceden en mayor medida de la venta de servicios y de los préstamos que de los dividendos y plusvalías.

2) La proporción aquí planteada tiene un apreciable contenido normativo, del deber ser. Lo más probable es que, dada la etapa de inflación y crisis empresarial que atraviesa la economía occidental, los ingresos por dividendos y plusvalías no cubran los costes de estructura analíticamente asociables a la gestión de la cartera de participaciones, a las provisiones por fallidos en las mismas y a su erosión monetaria, constituyendo un motivo de pérdidas antes que de resultados.

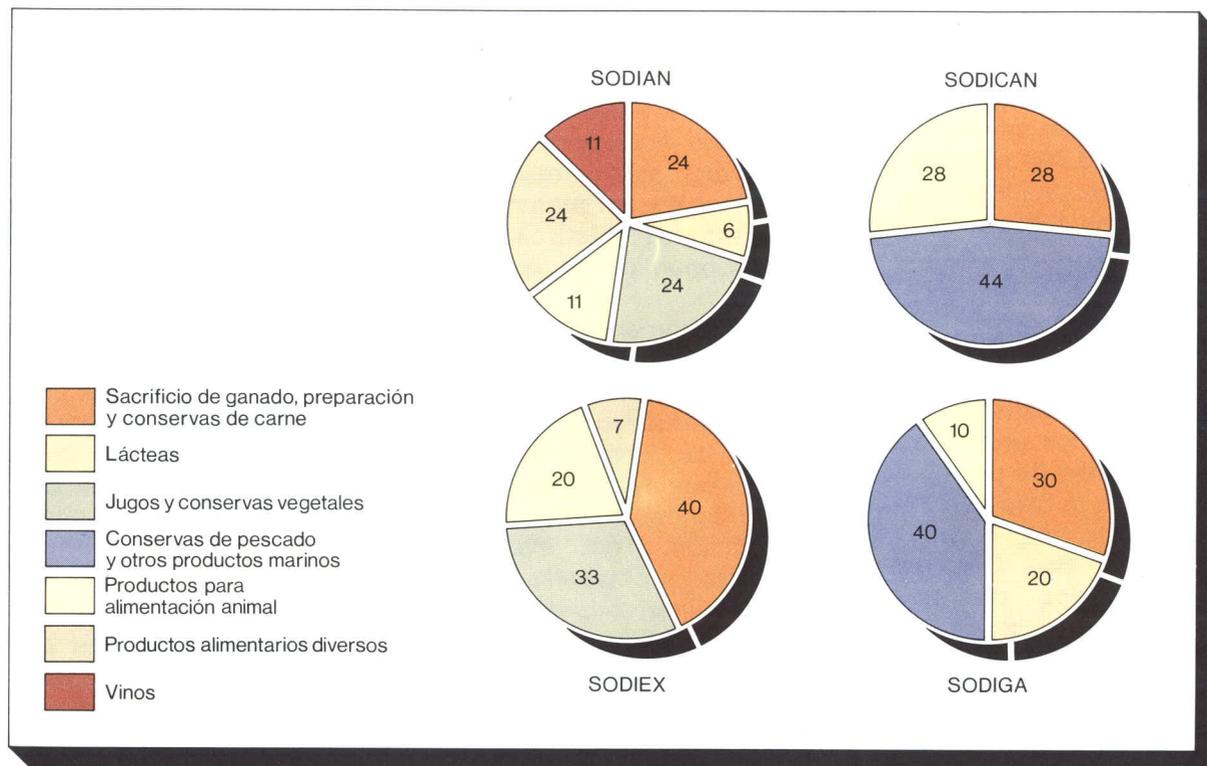
3) Finalmente, las SODI debieran seguir una política de afectación de resultados a reservas, mejorando su autofinanciación. Ello permitiría definir el objetivo de las SODI respecto al beneficio de un modo muy elemental: el objetivo de las SODI no es el de distribuir dividendos pero sí el de obtener beneficios por una mera razón de ortodoxia financiera. Los resultados de 185 millones de pesetas sobre unos recursos de 2.600 millones reflejan unos resultados *reales* (por encima de la inflación) del 7,1 y una rentabilidad *real* para los activos globales de la SODI del 1,8 por 100, tasas reales verdaderamente deseables para una sociedad financiera no bancaria del tipo de una SODI.

4. Consideraciones acerca de las realizaciones de las cuatro SODI

Ya se ha señalado que el cuadro n.º 2 refleja unos modelos de cuenta de explotación y balance consistentes con la información consolidada de las cuatro SODI, pero que tal modelo no es aplicable de modo específico a ninguna de las cuatro SODI.

Dichos datos consolidados pueden resumirse así (octubre de 1981): 5.800 millones de pesetas de capital social; 1.300 millones de pesetas de recursos ajenos (obligaciones); 2.750 millones de pesetas en participaciones, y 2.700 millones en préstamos distribuidos entre 190 empresas participadas, con capital social en su conjunto de 17.000 millones de pesetas, y un empleo directo de 10.350 puestos

**GRAFICO 5.
EMPRESAS PARTICIPADAS POR LAS SODI A 31-XII-80
PESO RELATIVO DE CADA ACTIVIDAD**



de trabajo. Las SODI califican a 16 de sus participadas como empresas en crisis, con 800 millones de pesetas de riesgo y 200 millones de riesgo avalado por las SODI. La proporción de empresas en crisis no es particularmente llamativa, y es oportuno señalar que se produce cierta rotación en la «enfermería». Sí es preocupante la proporción de avales a empresas en crisis (200 millones de pesetas que suponen un 40 por 100 del total de avales concedidos, representando éstos un 9 por 100 del total del riesgo financiero que asciende a 4.000 millones de inversión financiera,

más 500 millones avalados). Ello refleja que el peso de la reconversión de tales empresas es soportado en buena medida por las SODI.

Aunque el analista interesado en la materia debe acudir a la consulta de las Memorias anuales de cada una de las cuatro sociedades, y, si es posible, a sus Programas Operativos Anuales (POA) sometidos a la aprobación del INI, es oportuno dar unas notas generales sobre las peculiaridades de cada una de ellas.

SODIGA —SODI pionera— inició un asombroso giro finan-

ciero en 1978, cuando había llegado a acumular pérdidas próximas a un tercio de su capital social, operando desde su primer ejercicio social en 1973 como sociedad de participaciones. La adaptación del estatuto original al estatuto de 1977 coincide con una renovación de la gerencia. Desde entonces, ésta se caracteriza por la toma de riesgos muy medidos, el desarrollo de operaciones de crédito y mediación, una especial dedicación al apuntalamiento de su cartera de participadas y un eficaz control de sus gastos. Desde 1978 equilibra resultados y en 1981 gestiona su primera

emisión de obligaciones (inicialmente planeada en 400 millones de pesetas). Es, sin duda, la SODI que cuenta con ideas macroeconómicas más consistentes respecto a su región.

SODIAN tuvo una «salida lenta» (no contó con Director General hasta cinco meses después de su constitución), para despegarse inmediatamente como la SODI más activa del Grupo. La efervescencia de SODIAN responde tanto a factores estructurales como ocasionales. La región ofrece unas posibilidades de desarrollo casi ilimitadas para una sociedad financiera, y su primera gerencia comprendió de inmediato la necesidad de dar un sesgo acusadamente financiero a la misma. La propia dimensión de la región inducía a diversificar pequeñas participaciones en múltiples empresas, aportando recursos a sus participadas por vía de crédito en una proporción de tres o cuatro a uno respecto a la participación de la SODI en cada participada, dentro de un enfoque ortodoxo de apalancamiento de recursos propios en ajenos.

SODIAN cuenta, a finales de 1980, con más participadas directas que el propio INI, lo que le permite estar presente en las ocho provincias y cubrir un hueco específico de financiación a largo plazo en un mercado financiero regional relativamente desarrollado (respecto al de otras SODI). SODIAN está desarrollando un esfuerzo considerable para optimizar el control de sus participadas, objetivo preferente en una sociedad que ha mantenido un ritmo de crecimiento financiero superior al 50 por 100 anual acumulativo en sus cinco primeros ejercicios. Al igual que SODIGA, SODIAN se encuentra en el proceso de colocación

de su primera emisión de obligaciones.

SODICAN es, quizás, el reverso de SODIAN: tras una salida espectacular, producto de un conjunto de ideas previamente estructuradas por la representación del INI en Canarias, los condicionantes infraestructurales e institucionales se han impuesto sobre los buenos deseos iniciales. Por limitaciones institucionales debe entenderse la natural predisposición del capital e iniciativas locales a actividades asociadas al secular régimen económico fiscal insular (puertos francos), propicio al comercio y al turismo pero no a la industria. Las modificaciones acaecidas en dicho régimen desde 1972 (más teóricas que reales hasta 1978) no alteran la impresión general de que Canarias ofrece un potencial de desarrollo industrial limitado. Por lo demás, existe un ambiente de contestación contra la gestión del INI en la región que ha perjudicado a SODICAN sin beneficiar a nadie. En suma, al conjunto de limitaciones infraestructurales e institucionales se añade una crisis gerencial y un rechazo de imagen, problemas que la actual gerencia trata de superar.

SODIEX responde a tres características peculiares: Primera, sus accionistas privados, las Cajas de Ahorros extremeñas, son pequeñas en número (tres) y dimensión financiera, por lo que las futuras ampliaciones de capital requerirán una ampliación del espectro de accionistas hacia otras instituciones financieras. Segundo, Extremadura es una región de sistema económico y financiero menos desarrollado que el de otras regiones con SODI, por lo que las iniciativas se centran en secto-

res agroalimentarios y requieren un amplio apoyo por vía de participación accionaria. Así, SODIEX muestra unas participaciones accionarias porcentualmente elevadas respecto a otras SODI y respecto a su propia política de créditos. Finalmente, SODIEX ha desarrollado una política muy activa de captación de iniciativas foráneas, procediendo con el peculiar dinamismo que su Gerencia transmite a un equipo con un perfil más próximo a una entidad de promoción empresarial que de Banca industrial o sociedad financiera.

IV. PROBLEMAS OPERATIVOS DERIVADOS DE LA NATURALEZA PUBLICA DE LAS SODI

1. La selección de operaciones: el principio de la neutralidad administrativa y los riesgos de la discrecionalidad

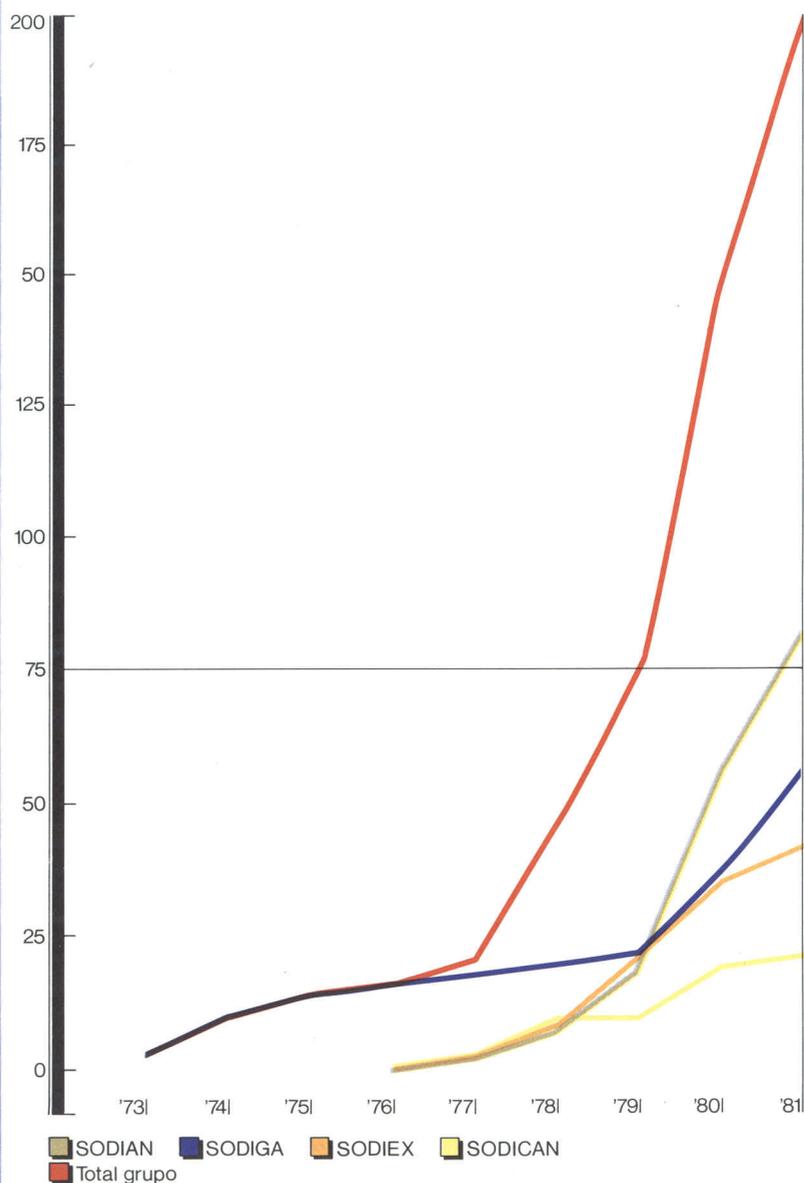
La operativa de las SODI pudiera haberlas convertido en víctimas propiciatorias de lo que, por contraposición a la teoría de los fallos de los mecanismos del mercado, podría denominarse teoría de los fallos del aparato gubernamental. La selección de operaciones de una SODI pone inevitablemente sobre el tapete el principio de la neutralidad de la Administración ante los administrados y los riesgos de la discrecionalidad. No es una cuestión subjetiva aso-

ciada al específico talante del funcionariado de las SODI, sino una consecuencia objetiva e inevitable de la propia naturaleza estatutaria de las mismas: promover sociedades implica tomar decisiones empresariales que, en cualquier grupo industrial financiero, comportan un elevado componente discrecional por parte de la gerencia. Negar discrecionalidad a la gerencia de las SODI equivaldría a rechazar cualquier capacidad de gestión y, en definitiva, la propia existencia de las sociedades.

En ausencia de criterios macroeconómicos inequívocos y ante los riesgos inherentes a la discrecionalidad, las SODI han buscado la objetivación de su comportamiento recurriendo a la ortodoxia financiera convencional. El reforzamiento de los sistemas más tradicionales de análisis de proyectos —TIR, retorno de fondos, valor actual— así como el diseño de sistemas de seguimiento y control aptos para objetivizar la toma de decisiones empresariales han sido algo más que el producto del mero sesgo profesional de un funcionariado extraído de la Banca e injertado en las SODI. El sesgo micro-financiero evidenciado desde 1977 hasta la fecha (1981) por las SODI no es ya una cuestión de preferencias profesionales, sino de supervivencia táctica ante los riesgos inherentes a la discrecionalidad y al abandono de la neutralidad administrativa. Aceptando como inevitable una razonable dosis de discrecionalidad y beligerancia ante el empresariado, la gerencia de las SODI necesita pautas de comportamientos avaladas en una ortodoxia financiera incontestable.

**GRAFICO 6.
CRECIMIENTO GRUPO SODI**

Nº de empresas participantes



Fuente: «Boletín de las SODI», n.º 2.

2. Evaluación de proyectos: un análisis empresarial del conflicto entre el voluntarismo político y la cautela técnica

Del análisis macroeconómico a las variables microfinancieras

Los problemas que sufren las empresas se reflejan en la evolución de sus variables microfinancieras, pero requieren en buena medida una explicación macroeconómica. Las técnicas de análisis e incluso los diagnósticos son distintos, pero muchos problemas microfinancieros tienen raíces macroeconómicas complejas, y rara vez soluciones estrictamente microeconómicas.

El supuesto aquí analizado refleja hasta qué punto la crisis económica ha llegado a afectar al binomio crecimiento-resultados que impera en todo análisis financiero. No podía ser de otro modo: el crecimiento y los resultados constituyen el corazón de la iniciativa empresarial y los instrumentos de análisis no podían dejar de reflejar el impacto de los mismos en los diagnósticos de salud de nuestras empresas. Las conclusiones que siguen a este supuesto resumen el papel primordial que juega el binomio crecimiento-resultados desde la perspectiva de la cuenta de explotación, el balance y el estado de origen y aplicación de fondos.

Supuesto:

El crecimiento como disfraz del sobredimensionamiento

Una empresa constituida hace cuatro años ha completado un

programa de inversión, e iniciado su facturación hace dos años. La sociedad, a la que denominaremos Supuesto 1, S. A., opera en un sector rígidamente dependiente de una industria que surte directa y establemente al consumo final en un régimen concurrencial con otros suministradores. Se trata de un producto semitransformado, imprescindible y de demanda relativamente estable, sin notables perspectivas de expansión.

La empresa planea una ampliación de capital y busca nuevos socios que aporten capitales, presentando los documentos contables y financieros que se esquematizan en los cuadros números 4 y 5, al objeto de invitar a la SODI a participar en dicha ampliación.

La empresa presenta dos series de cuentas de explotación y balances históricos y otro par de series de cuentas y balances previsionales a varios años. Los cuadros núms. 4 y 5 resumen los datos históricos más recientes y los datos previsionales de 1985. Además, los servicios técnicos de la SODI han elaborado unos ratios y han ajustado los datos históricos presentados por la empresa, de 1980, conforme a criterios que la SODI estima más razonables o conservadores.

El diagnóstico al que llegan los analistas de la SODI es el de que Supuesto 1, S. A., se encuentra en dificultades financieras a causa de un sobredimensionamiento de su capacidad productiva (y, subsecuentemente, de su plantilla) respecto a la cuota de mercado que ha sido capaz de ganar la empresa. Probablemente, la gerencia sobreestimó su capacidad de penetración en el mercado (cuando no la propia expansión del mismo)

o infravaloró a sus competidores locales y foráneos, confiando en su moderna tecnología, sin apreciar el peso que supondrían las amortizaciones y cargas financieras. El supuesto que se está analizando es bastante habitual en empresas que han desarrollado inversiones con expectativas optimistas respecto a la duración y dureza de la crisis industrial. El problema cobra una característica peculiar en regiones atrasadas, ya que las empresas de nueva creación buscan una dimensión óptima desde el punto de vista técnico (de costes), confiando en su capacidad de penetración en el mercado para asegurarse una demanda que quizás no justifica la inversión realizada.

Los datos de la cuenta de explotación reflejan una facturación por puesto de trabajo que, pudiendo ser razonable para la media del sector, no lo es para una empresa con equipo tan moderno. La propia empresa reconoce el hecho al planear una facturación muy superior (en términos absolutos y relativos) para 1985. Los datos reflejan no sólo que la empresa puede doblar su facturación en el futuro (a pesetas constantes) sino que, además, necesitaría aumentarla hoy para no incurrir en pérdidas.

Lo cierto es que Supuesto 1, S. A., funcionando al 50 por 100 de su capacidad pierde dinero. De aquí la cuenta de explotación ajustada que elabora la SODI y que enmienda los resultados positivos presentados por la empresa. *La clave se encuentra en las insuficientes amortizaciones practicadas en los dos primeros ejercicios y que han sido revisadas al alza por la SODI.* La empresa ha amortizado a razón de un 7 por

CUADRO N.º 4

Cuentas de explotación de Supuesto 1, S. A.

(En millones de pesetas constantes de 1980 o en porcentaje respecto al total de la columna)

	Cuentas ejercicio 1980	Cuentas previsionales 1985	Ratios del sector 1980	Cuentas ajustadas 1980-1985	
DEBE					
Existencias iniciales	100	140	—	100	120
(Meses de facturación)	(10 semanas)	(6 semanas)	(6 semanas)	—	—
Materias primas y auxiliares	260	540	—	260	400
Salarios	180	220	—	180	180
(% s/ventas)	(36 %)	(22 %)	(35 %)	—	—
Amortizaciones	50	50	(1)	85	85
Gastos financieros	50	50	(1)	60	65
Saldo acreedor (beneficios o pérdidas)	10	140	—	-35	20
TOTAL	650	1.150		650	870
HABER					
Ventas	500	1.000	—	750	
(V/empleada)	(2,5)	(4,0)	(2,8)	(3,2)	
Existencias finales	150	150	—	120	
(Meses facturación)	(12 semanas)	(6 semanas)	(6 semanas)	(6 semanas)	
TOTAL	650	1.150		870	

(1) El sector presenta unas amortizaciones más elevadas en % respecto al inmovilizado neto y más reducidas en % respecto a la facturación. Algo similar sucede con los gastos financieros. Es evidente que el desequilibrio de la explotación de Supuesto 1, S. A., se origina en un sobredimensionamiento o, desde otro punto de vista en su incapacidad para alcanzar el mínimo de explotación (umbral de rentabilidad o *break even point*).

100 anual del valor del activo productivo, amparándose en el criterio de que el equipo puede tener una vida útil de catorce años. Es obvio que el criterio no tiene presente el proceso de obsolescencia. La empresa debería haber amortizado a un 12 por 100 anual, de tal modo que el equipo quedara completamente amortizado en ocho años, porque el proceso de obsolescencia es tan rápido que la explotación no admitirá cuotas de amortización sin incurrir en pérdidas dentro de pocos años. Más adelante se volverá sobre esta idea, que puede aplicarse igualmente a los gastos financieros de la empresa considerada: hay que amortizar (equipos

y financiación) mientras que la modernidad del equipo permite un ahorro en costes respecto a la competencia.

La cuenta de explotación ajustada transforma el pequeño beneficio de los datos históricos en pérdidas, como consecuencia de una revisión de las amortizaciones de 50 a 85 millones de pesetas por año (supuesto de amortizaciones lineales). El balance ajustado revisa las amortizaciones, dando lugar a un saldo deudor de ejercicios anteriores que reduce sensiblemente el neto patrimonial de la empresa. En efecto, Supuesto 1, Sociedad Anónima, presentaba un activo neto de 920 millones

de pesetas que, deducido en la suma de exigible de 550 millones, daba un neto patrimonial próximo al capital social. Los ajustes del balance arrojan un valor teórico que oscila entre el 12,5 y el 62,5 por 100. Aun con ese valor teórico, debe plantearse muy seriamente la viabilidad de una empresa manifiestamente sobredimensionada respecto a su cuota de mercado real, sobredimensionamiento que se resuelve en el papel con previsiones de crecimiento que deben contemplarse con mucha cautela.

La participación de la SODI en una empresa de esta naturaleza plantea dos problemas con-

ceptuales que merece la pena examinar:

1) *El problema de los criterios de valoración a aplicar.* El cuadro n.º 5 presenta dos estructuras alternativas (hipótesis 1 y 2) del pasivo de Supuesto 1, S. A. La gerencia ha presentado a la SODI un balance erróneo, pero no falso, ya que subestima el proceso de obsolescencia y las amortizaciones. Es probable que los gestores pretendan demostrar a la SODI que el valor teórico *real* se encuentra por encima de la par ya que el activo podría regularizarse de acuerdo con el coste de reposición de los equipos instalados. Pero, como dirían los economistas clásicos siguiendo la paradoja del valor enunciada por Smith, es preciso distinguir el valor en uso (en explotación) del equipo, en verdad ruinoso, del valor en cambio; y dentro de éste, el valor en cambio para la liquidación del equipo instalado del valor en cambio para la reposición. Aun en excelentes condiciones de funcionamiento, el valor en liquidación de un equipo instalado hace dos años puede resultar igualmente ruinoso para la empresa, dando lugar a un amplísimo margen para la aplicación del valor en cambio (entre el 12,5 y el 92,5 por 100 para Supuesto, 1, Sociedad Anónima).

La aplicación de un valor en explotación (en uso) plantea diversos problemas que se tratarán con detalle más adelante. Obviamente, el problema capital es el de que el valor sustancial del equipo pierde todo su significado en favor del valor capital (como *stock* capaz de generar un flujo de rentas anuales cuyo valor es igual al valor actualizado o descontado de las mismas). La hipótesis 1 del cua-

CUADRO N.º 5

BALANCES DE SUPUESTO 1, S. A.
(En millones de pesetas)

	BALANCE NO AUDITADO 1980	BALANCE AJUSTADO 1980
ACTIVO		
Inmovilizado neto	600	530
Inmovilizado bruto	700	700
Menos amortizaciones	-100	-170
Gastos amortizables	40	10
Circulante:		
Existencias	150	130
Deudores	120	120
Cuentas financieras	10	10
Resultados ejercicios anteriores (pérdidas acumuladas)	30	150
TOTAL	950	950

dro n.º 5 implica la aceptación del plan de crecimiento de las ventas que Supuesto 1, S. A., ha presentado a la SODI, conforme se recoge en el cuadro número 4. La SODI sólo descuenta (en hipótesis 1) las pérdidas históricas de acuerdo con criterios contables más conservadores, pero reconoce que el equipo en explotación puede ser muy rentable de alcanzarse las facturaciones óptimas. Como era de esperar, las valoraciones en explotación dependen de las propias expectativas o juicios de valor de la SODI respecto al futuro de Supuesto 1, S. A.

La experiencia de las SODI en los primeros años de actividad han supuesto un sinfín de anécdotas relacionadas con casos como éste. Aun cuando la SODI, en su naturaleza de sociedad de desarrollo, debiera estar sesgada hacia un enfoque optimista, todas las negociaciones de participación sorprenden invariablemente a los ge-

rentes de empresas como Supuesto 1, S. A., por la cautela que se aplica a los estudios previsionales. La SODI debe evaluar el riesgo de que el crecimiento de las ventas de Supuesto 1, S. A., dentro del sector, en un proceso de competencia normal, sea una alternativa remota. Lo prudente es proceder según la hipótesis 2, capitalizando las eventuales pérdidas en una minusvalía, bien del activo o bien de los recursos propios. Podría llegar a considerarse la liquidación de Supuesto 1, S. A., como la alternativa más razonable, con una pérdida casi íntegra del capital social por los accionistas, e incluso con pérdidas para los acreedores cuando el valor de liquidación del activo no permita reembolsar el exigible avalado por los accionistas (aunque en la hipótesis 2, el neto patrimonial sigue siendo positivo).

En suma, cualquier valoración

CUADRO N.º 5 (continuación)
BALANCES DE SUPUESTO 1, S. A.
 (En millones de pesetas)

	BALANCE NO AUDITADO 1980	BALANCES AJUSTADOS EN 1980 CONFORME	
		Hipótesis 1	Hipótesis 2
P A S I V O			
Capital social	400	250	50
Reducción de capital para absorber pérdidas... ..	—	150	150
Fondo de capitalización de pérdidas futuras (1)	—	—	200
Exigible a largo plazo	100	100	100
(Fondo de maniobra) (2)	(-100)	(-180)	(-380)
Exigible a corto plazo	450	450	450
TOTAL	950	950	950

Neto patrimonial según balance histórico 1980 = Activo neto — Exigible = 950 — 30 — 550 = 370. Neto patrimonial según balance ajustado por la SODI conforme hipótesis 1 = 950 — 150 — 550 = 250. Neto patrimonial según balance ajustado por la SODI conforme hipótesis 2 = 950 — 150 — 200 — 550 = 50 (3).

- (1) La principal diferencia entre la hipótesis 1 y la 2 reside en la incorporación de un fondo de capitalización de pérdidas futuras, que en este supuesto de empresa sobredimensionada de difícil penetración en el mercado es razonable. El fondo es, de hecho, un fondo de amortización o provisión que efectúa la empresa ante la necesidad de liquidar (o amortizar aceleradamente) determinados elementos del activo e indemnizar a un 30 por 100 de la plantilla que perderá su empleo en un inmediato expediente de crisis, previo a la eventual incorporación de una SODI al capital.
- (2) El fondo de maniobra se define aquí como recursos permanentes (propios más ajenos a largo plazo) menos inmovilizado. En el balance histórico presentado por la empresa, el fondo de maniobra es (500 — 600) = -100; en la hipótesis 1 es (350 — 530) = -180, y en la hipótesis 2 es (150 — 530) = -380, siempre en millones de pesetas.
- (3) El neto patrimonial refleja el valor de la empresa según diferentes hipótesis. El balance presentado por la empresa (histórico 1980) no considera el proceso de obsolescencia y subestima las amortizaciones, quizás porque el coste de reposición es superior al reflejado en el balance. La hipótesis 1 del ajuste practicado por la SODI estima las pérdidas de los dos primeros ejercicios, ocasionadas por el insuficiente grado de utilización de la capacidad, tras un ajuste de amortizaciones y gastos financieros. La hipótesis 2 del ajuste capitaliza las pérdidas futuras reconociendo la dificultad de conseguir las ventas previstas por la empresa para 1985. Los valores teóricos según balance serían 370/400 = 92,5 por 100; 250/400 = 62,5, y 50/400 = 12,5, respectivamente.

de concurrencia, cuando no introduce un elemento de competencia desleal en el mercado.

El normal desenvolvimiento del mercado conduce a Supuesto 1, S. A., a la liquidación y cierre del negocio. La presentación de unos beneficios de 10 millones de pesetas es una mera ilusión contable; ajustando las amortizaciones y gastos financieros, Supuesto 1, S. A., arroja unas pérdidas acumuladas del orden del 40 por 100 de su capital social. La empresa elude un planteamiento franco de sus amortizaciones porque planea su absorción por un grupo financiero capaz de reestablecer el equilibrio patrimonial y de darle el impulso financiero necesario para plantear la guerra comercial que le permita alcanzar la cuota de mercado inicialmente esperada. Con 450 millones de pesetas (47 por 100 de sus recursos) de exigible a corto, la empresa no puede ofrecer la financiación que sus clientes le solicitan, ni seguir una guerra de precios por mucho tiempo.

Una intervención pública en estas circunstancias implica una ruptura del mercado y una competencia desleal. En primer lugar, se apoyaría financieramente a una empresa sobredimensionada que el mercado ha puesto contra las cuerdas en un proceso concurrencial. En segundo lugar, la subsistencia de la empresa sobredimensionada forzaría la desaparición de otros competidores incapaces de soportar la guerra de precios planteada por aquélla con financiación SODI. Paradójicamente, la protección al enfermo puede acabar provocando la epidemia en la población empresarial sana.

Por todo ello, la actitud de las SODI ante estos supuestos

entre el 0 y el 98,5 por 100 puede ser defendida bajo criterios estrictamente positivos.

2) El segundo problema conceptual hace referencia a *juicios de valor y criterios normativos en torno a una intervención pública* de esta naturaleza. El único objetivo lógico de la intervención debe ser el de relanzar

la actividad de la empresa conforme a las cuentas previsionales, aportando los recursos financieros necesarios para, tras una «operación de acordeón» (reducción del capital social y participación en la posterior ampliación), facilitar los objetivos comerciales fijados. Una intervención de esta naturaleza pudiera romper el normal proceso

de sobredimensionamiento ha sido cautelosa. El único motivo que puede justificar una participación es el de facilitar un plan de reconversión sectorial que afecte a la empresa sobredimensionada sin perjudicar a sus competidores, mediante una toma de participación accionaria en diferentes empresas y un progresivo ajuste de la capacidad productiva al mercado. El coste de este ajuste debe ser pagado por la empresa que erró en sus previsiones: la SODI debiera no sólo ajustar la cuenta de explotación y balance históricos, sino capitalizar las pérdidas esperadas, a la vista de las pérdidas registradas en el pasado, sin admitir un plan de viabilidad basado en el crecimiento de las ventas.

La participación de la SODI no debiera efectuarse por encima del valor en explotación una vez capitalizadas las pérdidas pasadas y las que eventualmente se hubieran registrado en el futuro, teniendo como único límite inferior el valor en liquidación de la sociedad (pero nunca su coste en reposición). El objetivo de la participación pública debiera ser el de reestablecer el equilibrio de la capacidad productiva a medio plazo y no el de salvar parte del naufragio de una empresa ahogando a la competencia con una guerra de precios. La política SODI en estos supuestos ha sido, en general, sensata.

2.1. Instrumentación del sistema de seguimiento y control: protocolos de información y presencia en el Consejo de las participadas

Dos instrumentos adquieren un peculiar relieve desde la pers-

pectiva de un grupo público de participación minoritaria y temporal: los protocolos de información previos a la participación y la presencia en el Consejo de las participadas.

Todo acreedor financiero puede amarrar la información de su prestatario mediante las oportunas cláusulas de la póliza de crédito, al objeto de controlar el buen fin de su riesgo. La posición de una SODI es peculiar ya que, junto a la eventual situación acreedora —por una operación de préstamo a medio y largo plazo—, predomina la posición de accionista. Paradójicamente, la posición de accionista minoritario y temporal —única en el sistema financiero español— no mejora en gran medida el derecho a la información de que goza todo acreedor financiero. En consecuencia, las SODI exigen la formalización de unos sistemas de información que garanticen los derechos a la información por el accionista minoritario, mediante la firma de los oportunos protocolos de información de modo previo a la participación.

La presencia en el Consejo de una S. A. participada adquiere entonces un valor complementario al del sistema de seguimiento y control acordado entre la SODI y su participada. Ciertamente, la selección de consejeros en empresas públicas constituye una de las áreas peor definidas del sector público. La presencia de una SODI en los Consejos de sus participadas debiera coordinarse desde el departamento de seguimiento (o central de riesgo) de la propia SODI y, en cualquier caso, no debe responder:

- Ni a un sistema de reparto de retribuciones complementarias.

- Ni a un sistema de compensaciones entre diferentes fuerzas políticas.

- Ni a un sistema de control mediante comisarios.

Los consejeros por el accionista SODI han de jugar un papel complementario al de la gestión de la SODI. Los excesos a que ha conducido la política de reparto de consejeros en materias de interés público ha sido tan poco edificante que merece elogio el reciente esfuerzo del INI para suspender el sistema de retribuciones a sus ejecutivos —y a los que no lo son— a través de los Consejos, procurando dar a esta función un carácter complementario a la dedicación principal del consejero como ejecutivo del Grupo INI.

2.2. La utilización del cuadro de mando por la SODI

Esta es, sin duda, la cuestión crucial del seguimiento y control aplicado por las SODI. Apresurémonos a señalar que sería difícil lograr un criterio unánime dentro del propio grupo SODI respecto a la utilización del cuadro de mando por la SODI. Empecemos por aquello en lo que coinciden la mayoría (por no decir la totalidad) de los técnicos y analícense a continuación los motivos de discrepancia.

Existe unanimidad respecto a la necesidad de introducirse en la vida de la empresa a efectos de información. La unanimidad de criterios se funda en la conciencia de que, junto a la condición de acreedor, predomina la de accionista, lo que confiere unas responsabilidades peculiares. La información exhaustiva constituye el punto de mira

de un accionista minoritario cuya principal arma reside en su capacidad de dar a la empresa financiación a medio y largo plazo. Junto a la labor de información, los sistemas de seguimiento constituyen un medio de asesoramiento o ayuda técnica de las SODI a sus participadas que resulta particularmente justificada en una región sin tradición industrial. Hay, pues, unanimidad en la evaluación del seguimiento como instrumento de información y asesoramiento.

La disparidad de criterio surge dentro de las propias SODI cuando se plantea una inevitable cuestión: ¿Hasta qué punto un sistema de seguimiento exhaustivo debe convertir al accionista minoritario en «gerente subsidiario y solidario» de la gestión? Cuestión que abre dos alternativas a las que en distinto grado se adhieren las opiniones individuales.

Considérese la alternativa de subsidiariedad gerencial. Sus defensores argüirían dos tipos de argumentos, conceptuales unos y pragmáticos otros. Conceptuales: una sociedad *pública* de desarrollo debe intervenir en la gestión cuando los indicadores captados por los sistemas de seguimiento aconsejen, a juicio de la SODI, tomar una postura activa en la misma, con independencia de la participación accionaria minoritaria. Pragmáticos: la naturaleza *pública* de las SODI acaba convirtiéndolas en protagonistas responsables si la vida de la empresa participada se convierte en drama.

Los partidarios de la alternativa «subsidiaria» asumen implícitamente dos hipótesis. Primera: la SODI dispone de técnicos expertos capaces de encauzar

la gestión de empresas participadas en las que la gerencia no acertó a hacerlo. Segundo: la SODI no sufre restricciones políticas para la aplicación de medidas correctoras técnicamente evidentes (p. ej.: suspender pagos y proceder a un expediente de crisis).

La experiencia de algunas empresas del INI parece demostrar que el oficio de empresario requiere algo más que una buena capacitación teórica. Es posible, pero no *seguro*, que un ejecutivo de SODI, altamante capacitado para seguir y controlar una empresa mal gerenciada por su propietario, sea capaz de mejorar la gestión de éste. De hecho, la experiencia de intervenciones del INI como «hospital de empresas» ha sido, por lo general, costosa para el contribuyente y descorazonadora para el propio Instituto; es de justicia recordar que el INI procuró siempre rehuir tal misión. Suponer, por otra parte, que la intervención de una SODI en función de su responsabilidad de accionista «público» puede deslizarse de los condicionantes políticos del Estado es un error aparentemente invencible al que pocos se atreven atacar.

Es en este orden de consideraciones en el que se deben interpretar los motivos conceptuales y de pragmatismo que sustentan la alternativa que pudiera denominarse de «ortodoxia estatutaria». Conceptual: una SODI tiene una misión estatutaria bien definida por la condición de accionista «anónimo» minoritario y temporal. Sus sistemas de seguimiento y control deben desempeñar una misión informativa para el buen fin de su riesgo y una función de asesoramiento como la que podría ejercer una buena sociedad pri-

vada de consultoría para la empresa participada.

La SODI opera en esas regiones dada la escasez de iniciativas empresariales, pero no debiera conjugar un sistema de libre competencia con un sistema de protección paternal. Y como razón de elemental pragmatismo: la intervención subsidiaria en la gestión supone una metamorfosis imposible para la empresa privada en crisis, ya que el empresario individual dirigido por el Estado (y las SODI son empresas estatales) pierde las cualidades combativas genuinas del espíritu de empresa. Los partidarios de esta alternativa aducirán que atribuir responsabilidad al accionista SODI constituye un error, y el hecho de que el error sea colectivo no le da la fuerza de la verdad. Cada lector es libre de elegir su propia opción conceptual. Sólo aplicando juicios de valor puede llegarse a conclusiones definitivas respecto a si los sistemas de seguimiento de las SODI deben llevarlas a una intervención subsidiaria en la gestión —como corresponde a la naturaleza pública de las SODI— o si, por el contrario, deben limitarse a aplicar tales sistemas a su misión de información y asesoramiento, con responsabilidad limitada, cual corresponde a la constitución de las SODI como S. A.

2.3. El problema de la desinversión: una incógnita financiera y jurídica. La idea de la compraventa de acciones «a futuros» (diez años)

Los Reales Decretos de creación de las SODI establecen el precepto de la permanencia temporal de la SODI en sus parti-

cipadas por un período no superior a diez años. Con independencia del escepticismo que semejante norma estatutaria pueda generar en quien conozca el efecto de trinquete que caracteriza toda intervención estatal, es oportuno resumir los problemas operativos que puede plantear la desinversión.

A la vista de la norma estatutaria, es prudente que la SODI contemple la desinversión desde el mismo instante de la toma de participación. Puesto que la SODI no puede enfocar su participación como un exigible a largo plazo contra su participada, conviene dejar a ésta al margen de la recompra de acciones, de tal modo que la futura venta implique tan sólo un cambio de titularidad de las acciones que no afecte a la estructura patrimonial de la participada.

Excluida la venta a la empresa participada, la SODI se encuentra con un interlocutor natural que es el grupo de accionistas privados inmersos en el proyecto común. Que dicho grupo (o individuo) asuma la responsabilidad de la recompra de las acciones de las SODI desde el inicio de las negociaciones para la participación, implica un notable grado de credibilidad y seriedad en la empresa acometida, siempre que aporte las garantías necesarias para asegurar la ejecución de la compra-venta de las acciones.

Este planteamiento conduce a los protocolos o contratos de recompra de las acciones a los diez años de su venta inicial a la SODI por los accionistas privados de la participada. Tal contrato de recompra «a futuros» plantea algunas cuestiones que es oportuno matizar:

1) En el plano financiero, la SODI aspira a cumplir su precepto estatutario y no contempla la enajenación forzosa como una fuente regular de ingresos. La SODI no contempla, en general, la negociación de acciones. En sociedades de nueva creación acude, como es lógico, con una participación a la par sobre la estructura patrimonial que se estime adecuada.

En sociedades preexistentes que aborden un nuevo proyecto, la SODI rara vez admite una prima de emisión, comprometiéndose a la reventa de las acciones por un valor igual al nominal corregido por un índice indicativo del precio del dinero a largo plazo. Aun siendo este índice más bajo en la práctica que la inflación, la SODI defiende así parcialmente sus participaciones nominales de la erosión monetaria.

2) El protocolo o contrato de recompra de las acciones por el accionista privado refuerza el enfoque de la SODI como intermediario financiero y del accionista privado como empresario. En realidad, el contrato de recompra fue ideado en el contexto de una operación de participación en la que el valor histórico de los activos de unas bodegas estaban manifiestamente infravalorados. La imposibilidad de efectuar una regularización de los mismos e incluso de llegar a un acuerdo razonable para fijar la valoración de determinados bienes raíces y la correspondiente prima de emisión de las nuevas acciones a suscribir por las SODI, condujo al contrato de recompra entre la SODI y el accionista del modo descrito en el apartado anterior (recompra por el nominal más el interés acumulado a una tasa prefijada).

3) Siempre y cuando el valor sustancial de los activos respecto al valor contable de los mismos determine un neto patrimonial muy superior al nominal, el contrato de enajenación y recompra será de fácil ejecución para la SODI. En realidad, en el contrato de recompra a diez años («a futuros») se está vendiendo a un precio previamente estipulado —pero muy inferior al valor sustancial— algo que se compró en su día a un valor teórico según balance igualmente infravalorado respecto al valor sustancial (supuesto habitual en determinadas explotaciones agrícolas o vinícolas con aportación de bienes raíces).

El problema surge cuando el neto patrimonial es aproximadamente similar al valor capital nominal, como debiera suceder normalmente. Entonces, la fórmula de enajenación y recompra a diez años («a futuros») no elude totalmente los riesgos de la SODI como accionista. Certo que el contrato de recompra constituye una obligación para el grupo accionarial privado, pero está por ver cómo se ejecuta el contrato en el supuesto de que la empresa evolucione desfavorablemente. En semejante supuesto, realista en una etapa de crisis industrial, la desinversión constituye una incógnita financiera y jurídica.

V. CAJAS DE AHORROS, FORMULAS CONSORCIALES Y NEGOCIO BANCARIO: LA EVIDENCIA INTERNACIONAL

1. La actitud de las Cajas ante la fórmula consorcial SODI

La actitud de las Cajas ante las SODI no admite una fácil generalización. Bien puede decirse que las distintas Cajas han mostrado diferentes actitudes que, a su vez, han evolucionado con el transcurso del tiempo. No obstante, es oportuno fijar dos actitudes extremas por cuanto reflejan concepciones distintas acerca del futuro de las Cajas como instituciones de crédito.

La primera actitud puede resumirse en una sola frase pronunciada por el representante de una Caja de Ahorros gallega en una reunión convocada por el Vicepresidente del INI en Santiago, en diciembre de 1977. Partiendo de la discusión acerca de la adecuación de los estatutos de SODIGA a los promulgados en los Reales Decretos de creación de las nuevas SODI, se pretendía concretar las perspectivas de los diferentes accionistas respecto al futuro de SODIGA. Lo dicho fue: «Con independencia del juicio que nos merezcan los resultados de la Sociedad hasta la fecha, si no existiese SODIGA habría que inventarla.»

Lo que en definitiva se apoyaba no era la gestión de una sociedad, sino una fórmula consorcial que algunos accionistas entendían útil a determinados

finés. Para tales accionistas, las SODI debían ser un instrumento consorcial para el análisis del riesgo empresarial a largo plazo en un contexto financiero caracterizado por una mayor libertad de las Cajas en su política de análisis y selección del riesgo.

La actitud opuesta también ha tenido partidarios. Conveniría, no obstante, efectuar una distinción entre dos posturas de oposición a las SODI que no guardan relación alguna entre sí:

1) La primera postura de oposición a las SODI se concreta en aquellos accionistas que ven en las mismas un instrumento de intervención de la autoridad industrial y/o financiera destinado a forzar la participación de las Cajas en operaciones de saneamiento de empresas en crisis. Aun cuando este objetivo no ha estado jamás en el ideario de las SODI, hay dos factores que pueden explicar este recelo:

— La presencia mayoritaria de un accionista, el INI, que, desde el cese de su fundador —don Juan A. Suanzes— hace tres lustros, ha sido utilizado como instrumento de tal política de saneamiento en respuesta a las presiones políticas externas ejercidas sobre el equipo técnico del Instituto.

— La propia experiencia de las Cajas ante las autoridades económicas. Es bien sabido que el Gobierno ha hecho uso de las Cajas durante décadas para facilitar sus objetivos mediante la política de coeficientes obligatorios, por lo que no deja de ser lógico el recelo a cualquier proposición gubernamental dirigida a las Cajas pero no a la Banca.

2) Hay también una segun-

da postura de oposición de las Cajas que tiene poco que ver con la anterior. Algunos defensores del genuino origen histórico de las Cajas temen que el crecimiento del negocio bancario con empresas pueda conducir a una homologación de las Cajas con las instituciones bancarias en general.

Este es, ciertamente, un tema delicado. Las Cajas de Ahorros, Bancos de depósito, cooperativas de crédito, «sociedades de construcción» (*building societies*), etc., responden en el mundo entero a una filosofía tradicional ajena al negocio bancario con empresas industriales. Los defensores del genuino origen de las Cajas siguen manteniendo que aun siendo «Bancos» no forman parte de «la Banca» ni han sido creadas para analizar riesgos industriales. Ello no es obstáculo para el desarrollo del negocio bancario con empresas industriales, pero tampoco es un estímulo para hacer de dicho negocio un objetivo preferente de las Cajas.

Tanto la postura de apoyo a la fórmula consorcial que implica la SODI como las posturas de oposición a la misma tienen su justificación. Es oportuno hacer un breve repaso a la evidencia internacional para efectuar un balance de estas posturas y llegar a unas conclusiones normativas acerca de la postura de las Cajas ante las SODI.

2. Evidencia internacional sobre la evolución reciente de las Cajas de Ahorros

«En el verano de 1977, el Gobierno se embarcó en un programa financiero de objetivos

de largo alcance. Las Cajas de Ahorros fueron autorizadas por primera vez a descontar efectos negociables, a participar en el mercado interbancario, a gestionar transacciones en divisa extranjera, etc. Las Cajas de Ahorros fueron igualmente autorizadas a abrir oficinas fuera de sus límites geográficos provinciales» (11).

El anterior párrafo, extractado de la prestigiosa *World Banking*, que publica anualmente *Financial Times*, refleja la importancia del movimiento iniciado por las Cajas de Ahorros siendo Vicepresidente económico del Gobierno el profesor Fuentes Quintana. Para algunos, la reforma refleja un movimiento hacia la «homologación bancaria» de las Cajas, fenómeno que está teniendo lugar en el mundo entero. Sin embargo, el fenómeno tiene un trasfondo «tecnológico» que aconseja una interpretación más detenida del mismo.

Stewart Fleming escribe en un ejemplar monográfico dedicado a la Banca en Alemania, publicado por *Financial Times* el 23 de junio de 1981:

«Las Cajas de Ahorros cuentan con el 39 por 100 de las oficinas bancarias de la R. F. Alemana y con el 22 por 100 del negocio bancario. Las cooperativas de crédito cuentan con el 44 por 100 de las oficinas y el 11 por 100 del negocio bancario... Pero es cuestionable que estas extensas redes de sucursales supongan una ventaja comercial (*marketing advantage*) en el futuro tal y como lo han sido en el pasado. Algunas Cajas de Ahorros se están moviendo hacia la instalación de costosos equipos altamente automatizados para dar servicio al cliente.

Si ésta es en verdad la dirección en la que se mueve el negocio bancario al por menor, la reestructuración de las redes de sucursales constituirá un desafío para todos los grupos bancarios» (12).

Michael Blanden va más allá en un artículo publicado en *World Banking* (13): «La difusión de las tarjetas plásticas (de crédito, con banda magnética) y la dura competencia por el negocio de los cheques de viaje será pronto seguida por los sistemas electrónicos de transferencias que pueden dar más oportunidades a las instituciones financieras fuera de la comunidad bancaria, tales como las crecientemente competitivas sociedades de construcción inglesas (*building societies*) y las Cajas de Ahorros continentales, para introducirse en el campo de los Bancos comerciales. Finalmente: ¿qué futuro le espera a las redes de sucursales de la Banca europea, pensadas para dar un servicio y asesoramiento personal en una era automatizada e impersonal?»

En definitiva, la era «automatizada e impersonal» conduce a un debilitamiento progresivo de las fronteras que separan a la Banca comercial de las Cajas de Ahorros, e incluso de ambas respecto a los tradicionalmente denominados «intermediarios financieros no bancarios». La electrónica —la tecnología en general— está diluyendo las viejas fronteras del negocio financiero, aun cuando las instituciones conserven su especialización tradicional. Pero es un hecho que los Bancos de depósito, las Cajas de Ahorros, las cooperativas de crédito, etc., han invadido campos tradicionales de la Banca comercial e

industrial, incluyendo el negocio de internacional.

Y viceversa: la introducción de la moderna tecnología, en sustitución de la antigua relación persona a persona, ha permitido a la Banca comercial invertir la tendencia de crecimiento de los depósitos de las Cajas de Ahorros (o instituciones similares) por encima de la Banca. El futuro de la Banca, Cajas y demás instituciones financieras dependerá de su capacidad para competir en todos los segmentos de un mercado financiero con fronteras geográficas más anchas y menos definidas.

3. La fórmula consorcial SODI a la luz de la experiencia bancaria internacional

El epígrafe anterior ha venido a resumir la evolución de la «industria bancaria» en las tres últimas décadas a través de cinco características que, aunque coexisten en el tiempo, van forzando una evolución en la estructura bancaria internacional:

— El predominio de las relaciones de corresponsales bancarios entre Bancos separados por fronteras geográficas y con fuerte implantación local.

— Expansión internacional de la Banca en apoyo de sus clientes nacionales en el extranjero (expansión que se intensifica en los años cincuenta y comienzos de los sesenta).

— Desarrollo de fórmulas consorciales apoyadas en mercados interbancarios supranacionales, orientado al análisis del riesgo y financiación a largo plazo de empresas nacionales sin

PRINCIPALES BANCOS CONSORCIALES EXTRAIDOS DE LA LISTA DE LOS CIENTO DIEZ DE WORLD BANKING

Constitución		Total activos 1979 (millones de dólares)	
BANCO CONSORCIAL Y SEDE		BANCOS ASOCIADOS Y SU PARTICIPACION EN PORCENTAJE	
<ul style="list-style-type: none"> European American Bank. Nueva York (compra del antiguo Franklin National Bank). 	1950	Amsterdam Rotterdam Bank (17); Creditanstalt Bankverein (Austria 2,5); Deutsche Bank (20,25); Midland Bank (20,25); Societé General de Banque (Bélgica, 20,25); Societé General (Francia, 20,25).	6.607
<ul style="list-style-type: none"> Banque European de Credit. Bruselas. 	1967	El mismo grupo, incluyendo a la Banca Commerciale Italiana.	3.356
<ul style="list-style-type: none"> Societé Financiere Européenne (Luxemburgo) y Banque de la Societé F. E. (París). 	1967 1970	Por partes iguales, Algemene B. Nederland, Banca Nazionale di Lavoro, Bank of America NT y SA, B. Buxelles Lambert, B. Nationale de París, Barclays Bank Int., Dresdner Bank, Sumitomo B., Union Bank of Switerland.	3.533
<ul style="list-style-type: none"> Orion Bank. Londres. 	1970	Chase M. (20), Nat West (20), Royal B. Canadá (20), Westdeutsche Landesbank (20), Crédito Italiano (10), Mitsubishi (10).	2.733
<ul style="list-style-type: none"> Union de Banques Arabes Françaises. París. 	1970	Treinta bancos árabes y tres bancos franceses.	4.035
<ul style="list-style-type: none"> Saudi International Bank. Londres. 	1975	Saudi Arabian M. Agency (50,0), Morgan Guaranty (20,0), Nat West, Westdeutsche L., B. of Tokio, BNP, Deutsche B., U B Suiza (5 por 100 cada uno).	2.008
<ul style="list-style-type: none"> BUHAL (B. Urquijo, Hispano Americano, Ltd.). Londres. 	1973	Banco Urquijo (150,0), Banco Hispano Americano (50,0).	63

Total de activos de los 110 bancos consorciales a diciembre de 1979	U S \$ 68.000 millones
Volumen de activos de los cinco primeros bancos del mundo a diciembre de 1979	U S \$ 502.000 millones
Volumen de activos de los quinientos primeros bancos del mundo a diciembre de 1979	U S \$ 6.000.000 millones

relación bancaria previa con los Bancos accionistas de tales consorcios (desarrollo intensificado a finales de los años sesenta y comienzos de los setenta, dando lugar al comienzo de la internacionalización bancaria).

— Desarrollo multinacional directo de los principales Bancos nacionales del mundo, desde finales de los años setenta, atendiendo al mercado mayorista (*wholesale banking*).

— Entrada de los grandes Bancos multinacionales y de algunas fórmulas consorciales en el mercado bancario minorista (competencia por todo el negocio bancario).

Estas tres últimas fases vienen acompañadas por una revolución electrónica en los sistemas de captación de pasivo y prestación de servicios personales, y por un espectacular desarrollo de los mercados interbancarios que permite un crecimiento de la Banca fundado en costes fijos reducidos, limitada repercusión de los costes de personal (costes de transformación bajos) y gran solidez del accionariado. La atención preferente pasa de la captación de pasivo a la competencia por las operaciones de activo dentro de objetivos de rentabilidad definidos. La solidez del accionariado de las pequeñas sucursales de los grandes Bancos multinacionales permiten competir con la Banca nacional fuertemente implantada, alargando la vida de las operaciones financieras.

En realidad, los defensores de la participación de las Cajas en las SODI no son ajenos a este tipo de consideraciones. Buena parte de la Banca y la inmensa mayoría de las Cajas —en particular las pequeñas y media-

nas— se encuentra en la primera de las fases antes enunciadas. Lo mismo puede aplicarse al 80 por 100 de las instituciones bancarias en el 80 por 100 de los sistemas financieros del mundo, pero ello no elude la necesidad de tomar medidas para defender la cuota de mercado en un contexto de competencia multinacional creciente.

En este orden de consideraciones, la participación de una Caja en una SODI puede responder a tres objetivos:

1) Puesto que las Cajas no tienen por objetivo la promoción de empresas mediante la *participación accionaria directa* en empresas locales, las Cajas pueden *cubrir indirectamente a través de las SODI este objetivo atípico* contemplado en la política de regionalización de inversiones sostenida en el Real Decreto 2.291, de 27 de agosto de 1977.

2) Las SODI constituyen una *fórmula consorcial útil* para alcanzar una *dimensión espacial mínima de cara a una diversificación* adecuada del riesgo a largo plazo con empresas de la región. Aún así, determinadas SODI tienen una dimensión espacial algo limitada desde una perspectiva de diversificación financiera.

3) Finalmente, las Cajas pueden *guardar la independencia necesaria respecto a las SODI* a la hora de seleccionar el riesgo analizado y ofrecido por éstas a los accionistas que forman parte de la misma. Es obvio que el riesgo a corto plazo (descuento comercial o préstamos) que analiza directamente cada Caja tiene un planteamiento financiero distinto del riesgo a largo plazo.

A su vez, la fórmula consorcial en la que se funda la composición accionaria de las SODI requiere unas características que concuerdan con los objetivos de las Cajas:

1) Las SODI requieren una política de participaciones accionarias directas que debe guardar una independencia de gestión respecto a los intereses de sus accionistas individuales.

2) Las SODI tienen un espacio geográfico sensiblemente más holgado que el de sus accionistas individuales, lo que facilita parcialmente la diversificación espacial y sectorial del riesgo.

3) Las SODI pueden jugar respecto a las Cajas un papel análogo al que los Bancos consorciales y los *merchant banks* controlados por la gran Banca internacional han desempeñado en una determinada época.

Quizá sea oportuno concluir que las características de las SODI encajan en términos generales con los de las fórmulas consorciales en casi todo, con excepción de un aspecto: el predominio de un accionista mayoritario. El INI ha sido el aglutinante imprescindible para lanzar la fórmula consorcial, entre otros motivos por ser el único accionista con experiencia industrial para imponer una metodología en el análisis, selección y seguimiento de empresas. Pero las razones de índole pragmática no eluden la incoherencia lógica que supone la presencia de un accionista mayoritario sujeto a las servidumbres de su naturaleza pública dentro de una fórmula consorcial en la que los accionistas juegan normalmente papeles de iguales *inter pares*.

CUADRO N.º 6

**CAJAS DE AHORRO DE ANDALUCIA:
EVOLUCION PREVISIBLE SOBRE HIPOTESIS CONSERVADORA**
(Datos en millones de pesetas corrientes)

FECHA	Recursos Ajenos (9,11 % total Cajas Confederadas)	EMPLEOS CAUTIVOS						Empleos libres
		Inversiones Obligatorias			Financiación a largo	Caja + Depósitos Remunerados	Total	
		Valores	Préstamos	Total				
A 31-XII-81	388.997	124.479	50.569	175.048	10.697	34.037	219.782	169.215
A 31-XII-82	444.385	128.871	44.438	173.309	25.552	38.883	237.744	206.641
A 31-XII-83	507.882	132.049	50.788	182.837	44.439	44.439	271.715	236.167
A 31-XII-84	592.150	148.037	59.215	207.252	59.215	51.813	318.280	273.870
A 31-XII-85	676.531	169.132	67.653	236.785	67.653	59.196	363.634	312.897

CUADRO N.º 6 (continuación)

**CAJAS DE AHORRO DE CANARIAS:
EVOLUCION PREVISIBLE SOBRE HIPOTESIS CONSERVADORA**

FECHA	Recursos Ajenos (2,02 % total Cajas Confederadas)	EMPLEOS CAUTIVOS						Empleos libres
		Inversiones Obligatorias			Financiación a largo	Caja + Depósitos Remunerados	Total	
		Valores	Préstamos	Total				
A 31-XII-81	86.254	27.601	11.213	38.814	2.371	7.547	48.732	37.522
A 31-XII-82	98.535	28.575	9.853	38.428	5.665	8.621	52.714	45.821
A 31-XII-83	112.615	29.279	11.261	40.540	9.853	9.853	60.246	52.369
A 31-XII-84	131.300	32.825	13.130	45.955	13.130	11.488	70.573	60.727
A 31-XII-85	150.010	37.502	15.001	52.503	15.001	13.125	80.629	69.381

4. Evolución previsible

Este último epígrafe recoge las previsiones de empleos cautivos y empleos libres de fondos para el próximo quinquenio en aquellas regiones en que operan, o es previsible que operen, las SODI (cuadro n.º 6). Las previsiones se han efectuado sobre hipótesis de crecimiento de los depósitos muy conservadoras y manteniendo la moderada tendencia hacia la liberalización iniciada en 1977.

Aun con hipótesis tan conservadoras y con tendencias tan

moderadas, el volumen de capitales sociales y de obligaciones emitidas (conforme lo previsto en el capítulo III) representan en todo caso un porcentaje muy moderado con respecto al volumen de empleos libres y cautivos, respectivamente. En términos generales, los capitales sociales previstos de una SODI hacia 1985 pueden suponer un 0,5 por 100 del volumen de recursos libres de las Cajas en regiones como Andalucía y Galicia. Teniendo presente que la participación de las Cajas en las SODI puede oscilar en torno al 50 por 100, el *esfuerzo* de las

Cajas medido en porcentaje de sus recursos libres estaría en torno al 0,25 por 100. La situación en Canarias y Extremadura obligaría a esfuerzos mucho más considerables.

En buena lógica, la expansión de las SODI entre 1981 y 1986 debe darse a través de la emisión de obligaciones. Siguiendo las hipótesis planteadas en el capítulo III (véase el balance previsto para 31 de diciembre de 1986, con la hipótesis de pesetas de 1980), el esfuerzo de las Cajas en la captación de obligaciones emitidas por las

CUADRO N.º 6 (continuación)

**CAJAS DE AHORRO DE EXTREMADURA:
EVOLUCION PREVISIBLE SOBRE HIPOTESIS CONSERVADORA**

FECHA	Recursos Ajenos (1,7 % total Cajas Confederadas)	EMPLEOS CAUTIVOS					Empleos libres	
		Inversiones Obligatorias			Financiación a largo	Caja + Depósitos Remunerados		Total
		Valores	Préstamos	Total				
A 31-XII-81	72.590	23.228	9.436	32.664	1.996	6.351	41.011	31.579
A 31-XII-82	82.926	24.048	8.292	32.340	4.768	7.256	44.364	38.562
A 31-XII-83	94.775	24.641	9.477	34.118	8.292	8.292	50.702	44.073
A 31-XII-84	110.500	27.625	11.050	38.675	11.050	7.668	59.393	51.107
A 31-XII-85	126.246	31.561	12.624	44.185	12.624	11.046	67.855	58.391

CUADRO N.º 6 (continuación)

**CAJAS DE AHORRO DE GALICIA:
EVOLUCION PREVISIBLE SOBRE HIPOTESIS CONSERVADORA**

FECHA	Recursos Ajenos (6,18 % total Cajas Confederadas)	EMPLEOS CAUTIVOS					Empleos libres	
		Inversiones Obligatorias			Financiación a largo	Caja + Depósitos Remunerados		Total
		Valores	Préstamos	Total				
A 31-XII-81	263.886	84.443	34.305	118.748	7.256	23.090	149.094	114.792
A 31-XII-82	301.460	87.423	30.146	117.569	17.333	26.079	160.981	140.479
A 31-XII-83	344.535	89.569	34.453	124.032	30.146	30.146	184.324	160.211
A 31-XII-84	401.700	100.425	39.715	140.140	39.715	35.148	215.003	186.697
A 31-XII-85	458.942	114.735	45.894	160.629	45.894	40.157	246.680	212.262

SODI puede elevarse a un 0,75 por 100 del volumen de sus recursos cautivos, en las mismas regiones de Galicia y Andalucía.

En base a estas previsiones es oportuno concretar dos conclusiones provisionales:

1) La participación de las Cajas en las SODI plantea dos situaciones distintas. En regiones como Extremadura y Canarias sería imprescindible aumentar el accionariado a Bancos y otras instituciones públicas y privadas. Esta política es igualmente deseable en Andalucía y Galicia, aunque la participación de

las Cajas sería de por sí suficiente, de contar con determinadas medidas de apoyo por parte de las autoridades financieras. En concreto, sería deseable contar con la calificación de las acciones de las Cajas en las SODI como computables dentro de los coeficientes de inversión obligatoria.

2) La eventual aceptación de las SODI como un instrumento propio de las Cajas para canalizar este tipo de operaciones a largo plazo depende de su propio éxito como fórmula consorcial al estilo de la Banca con-

sorcial desarrollada en Europa en las dos últimas décadas.

VI. CONCLUSIONES SOBRE LA PARTICIPACION DE LAS CAJAS DE AHORROS EN LAS SODI

1. Las SODI como fórmula consorcial: utilidad del instrumento a la luz de la evidencia bancaria internacional

Las SODI constituyen una fórmula consorcial útil para determinados fines de las Cajas de Ahorros. La evidencia internacional muestra que un elevado número de Bancos internacionales han desarrollado fórmulas consorciales —esto es, de asociación en riesgo o *joint venture*— cuyas principales finalidades han sido las de cubrir un ámbito geográfico distinto y más amplio que el de sus Bancos nacionales accionistas, con una especialización en el análisis del riesgo empresarial a largo plazo (preferentemente industrial) como principal producto financiero.

Aunque la gran Banca parece orientarse hoy a un desarrollo multinacional de su propia organización, la fórmula consorcial sigue ofreciendo atractivo a un volumen considerable de Bancos de todas las dimensiones. Aplicando esta generalización a España, es oportuno insistir en que las SODI constituyen una fórmula consorcial útil a las Cajas de Ahorros —preferentemente las de pequeña y mediana dimensión— para el desarrollo de determinadas operaciones de riesgo a largo plazo

en un ámbito geográfico regional.

Aunque el negocio bancario con empresas no ha sido el objetivo primordial de las Cajas en el pasado, éstas habrán de prestar una atención creciente a este segmento de su clientela. El riesgo a largo con empresas seguirá siendo cuantitativamente poco importante, pero constituye un servicio financiero complementario del descuento de papel autorizado por el Real Decreto 2.293, de 27 de agosto de 1977, y permite una diversificación adicional en la selección de activos a largo y corto plazo de las Cajas.

El escaso volumen del riesgo a largo plazo de determinadas Cajas individualmente consideradas, y las peculiaridades del seguimiento y control de empresas respecto al análisis del papel para descuento, aconsejan operar con instrumentos consorciales a escala regional que permitan reducir los costes de transformación y diversificar la selección de activos mediante la sindicación de operaciones con empresas de la región entre las Cajas de la misma. Las SODI tienen un campo de juego abonado si alcanzan el prestigio y la solvencia propia de un Banco de servicios (*merchant bank*).

2. Incertidumbres para las Cajas como accionistas minoritarios de las SODI. Equiparación de las Cajas ante la Banca en la financiación del desarrollo regional

El cambio del estatuto originario de SODIGA de 1972 —que era un estatuto de meras parti-

cipaciones accionarias— al estatuto de mediación financiera promulgado en 1976, permite una definición teórica de las SODI (14). Sin embargo, esta definición no despeja determinadas dudas de las Cajas como accionistas privados minoritarios de las mismas. Sólo las cuentas de explotación y los balances de las SODI tras un período prudencial de diez años, que el presente estudio fija en el decenio 1977-86, permitirá constatar si las SODI han respondido a la definición teórica acuñada por sus técnicos.

Pero es innegable que, pese al esfuerzo del equipo de la Dirección de Desarrollo Regional del INI por dar una imagen estrictamente profesional de las SODI, la intervención pública despierta recelos. No se trata de un recelo del instrumento financiero en sí ni del equipo de la dirección de Desarrollo Regional, sino del posible uso del instrumento en operaciones de saneamiento de empresas en crisis. De hecho, ningún accionista de los principales Bancos consorciales que operan en el mundo admitiría el control por parte de otro accionista individual, máxime cuando las presiones políticas externas ejercidas sobre el equipo técnico INI en los tres últimos lustros hacen del Instituto un socio sujeto a las servidumbres de su naturaleza pública.

Algunas Cajas entienden que las SODI pueden derivar en un instrumento de intervención industrial y financiera destinado a forzar la participación de Cajas en «operaciones de saneamiento». Así las SODI acabarían asimilándose a la política de coeficientes que ha discriminado a las Cajas respecto a la Banca y que se trata de ir

superando gradualmente con la liberalización financiera que arranca de la Orden Ministerial de 23 de julio de 1977.

Las Cajas pueden argumentar que si el Gobierno llama a las Cajas de Ahorros a participar en las SODI al objeto de compartir el esfuerzo del Estado en el desarrollo regional —y si las SODI constituyen un invento razonable en consonancia con la política de liberalización iniciada en 1977— es de esperar que el llamamiento se extienda en las mismas condiciones a la Banca privada que opere en la región. El punto 6 de estas conclusiones se refiere a la equiparación de las Cajas con el INI (o cualquier otro accionista) en el seno de las SODI, y con respecto a la Banca, en lo que hace referencia a la financiación del desarrollo regional.

3. Planteamiento financiero de la participación de las Cajas en las SODI: rentabilidad y autofinanciación de las mismas

Toda inversión de una Caja en una SODI debe resultar rentable a medio plazo, con independencia de que, dada la naturaleza de las SODI, los accionistas renuncien a la distribución de dividendo y persigan una mejor autofinanciación de las SODI mediante la aplicación de beneficios a reservas. Las Cajas accionistas deberán contemplar la rentabilidad de su inversión en las SODI no a través de los ingresos por dividendos en la cuenta de explotación sino mediante una revalorización real del inmovilizado financiero correspondiente a acciones SODI (in-

cluyendo eventuales acciones liberadas con cargo a reservas) que figuran en el balance de la Caja.

Si las Cajas de Ahorros entienden que su inversión en la SODI no resulta rentable —bajo el criterio de ganancias en capital en vez de ganancias por dividendo, como se ha expuesto— debe plantearse a medio plazo el futuro de la participación de las Cajas en las SODI y de éstas en sí mismas. Si las SODI responden a su propia definición teórica y no reparten dividendos, deben alcanzar a medio plazo un cierto grado de autofinanciación, y toda ampliación de capital habrá de plantearse con objetivos de rentabilidad bien medidos —como es habitual en toda sociedad financiera— aun cuando no haya una perspectiva inmediata de distribución de dividendos.

No es fácil definir qué se entiende por rentabilidad a medio plazo. El capítulo III de la investigación ha definido tres fases en el proceso de crecimiento de una SODI hasta alcanzar un mínimo grado de madurez a los diez años de su constitución (1977-86). En la tercera de estas fases —que se periodifica entre 1981 y 1986, y corresponde al inicio de emisión de obligaciones— las SODI debieran ir dando resultados y reservas proporcionados a sus recursos propios, sin perder de vista que la actual crisis industrial hace aconsejable definir con austeridad los objetivos de rentabilidad.

Pero si el accionista principal (INI) convoca a los accionistas privados (Cajas) a la constitución de nuevas SODI o a ampliaciones de capital en las existentes sin unas expectativas de resultados razonablemente ade-

cuadas a los capitales invertidos, harán bien las Cajas en aclarar cuantificadamente los objetivos de las SODI con el accionista mayoritario y tomar decisiones en consecuencia. Hay que dar tiempo a las SODI para alcanzar sus objetivos, pero hay que definir y exigir el cumplimiento de los mismos desde que se acude a una suscripción de capital. Y si los objetivos no se cumplen, será preciso indagar en los conflictos de objetivos que puedan surgir en la gestión de las SODI.

4. El conflicto entre los objetivos de desarrollo y reconversión industrial en las SODI: implicaciones para la formación del accionariado

La creación de unas sociedades de desarrollo en plena crisis industrial constituye una paradoja histórica y puede inducir a algunas Cajas de Ahorros a la sospecha de que, pese a su razón social, la creación de las SODI responda a una nueva fórmula de intervencionismo destinada a forzar la participación de las Cajas en una política de saneamiento de empresas.

La reconversión de sectores y el saneamiento de sus empresas constituye un objetivo prioritario de política económica, pero parece difícilmente compatible dentro de una misma SODI con el objetivo de desarrollo de proyectos viables. La incompatibilidad se concreta en dos aspectos:

— Incompatibilidad en cuanto a métodos de gestión, por cuanto parece difícil medir por el mismo rasero a empresas en

crisis y a empresas con proyectos de futuro. La gerencia enfrentada a objetivos tan dispares como la reconversión y el desarrollo está condenada a incurrir en agravios comparativos entre sus propias empresas, de difícil justificación objetiva.

— Incompatibilidad entre el accionariado, por cuanto una política de desarrollo implica objetivos de retorno de fondos mientras una política de reconversión implica financiación privilegiada o, llanamente, a fondo perdido.

Por todo ello, uno de estos objetivos ha de predominar, tanto en el enfoque de las operaciones de una SODI, como en el impacto sobre su cuenta de resultados. No obstante, tanto si predomina el objetivo desarrollo (retorno de fondos) como reconversión (financiación a fondo perdido), la actual composición del accionariado carece de lógica:

1) Si predomina el objetivo reconversión (financiación privilegiada) y la SODI no alcanza una mínima rentabilidad para sus recursos propios, el accionariado privado acabará renunciando a tal inversión o aceptando futuras ampliaciones de capital como una imposición política similar a los coeficientes de inversión, lo que no concuerda con el espíritu original de las SODI.

En tal caso, sería lógico complementar el accionariado público (INI) con el de las Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas, limitando la participación privada a la financiación por coeficientes que, siendo obligatorios, debieran aplicarse por igual a los fondos captados en la región por las Cajas y por la Banca. Bajo este

criterio, el accionariado público sería mayoritario, cuando no total, 100 por 100.

2) Si predomina el objetivo desarrollo (retorno de fondos), parecen obvias dos proposiciones: primera, que la invitación a participar en la financiación de las SODI (por recursos propios o ajenos) se extienda a la Banca. Segunda, que la fórmula consorcial resultante dé un tratamiento equitativo a los accionistas. Bajo este criterio, todo accionista sería minoritario con un límite de participación del sector público de hasta el 50 por 100 y negociación libre de las acciones.

5. El predominio del accionista mayoritario INI dentro de la fórmula consorcial de las SODI: incoherencia lógica justificada por un pragmatismo ocasional

Aun cuando la fórmula consorcial de las SODI puede resultar muy adecuada para las Cajas, el actual predominio de un accionista mayoritario resulta una incoherencia lógica con la propia fórmula consorcial basada, convencionalmente, en una situación de igualdad de derechos de los accionistas. El predominio del accionista INI responde en su origen a un pragmatismo ocasional, cual es la ausencia de una institución aglutinante en el accionariado de las SODI, al margen del propio INI. Lo cierto es que sólo el Instituto cuenta con la tradición industrial imprescindible para imponer una metodología de evaluación de proyectos y de se-

guimiento de las empresas participadas en la fase de creación y consolidación de las SODI.

Pero, junto a estas razones de elemental pragmatismo, el predominio del INI plantea determinadas incertidumbres a las Cajas de Ahorros. Aparte de la incertidumbre que puedan originar las eventuales presiones políticas sobre operaciones de reconversión, la participación mayoritaria del INI obliga a las SODI a una política de crecimiento no menos incierta por motivos de índole macroeconómica.

Creer selectivamente en una etapa de crisis industrial es tan arriesgado como aplicar vapor a las calderas para, navegando entre escollos, alcanzar la alta mar. La navegación de las SODI se funda antes en la pericia y cautela del actual Director de Desarrollo Regional del INI y su equipo que en las condiciones de seguridad de la nave. Razón suficiente para justificar que la posición subordinada de las Cajas en las SODI constituya un motivo de incertidumbre para éstas.

Por lo demás, resulta improbable que las propias Cajas estén dispuestas a propiciar un cambio en la composición del accionariado dada la reducida participación individual de cada Caja en las SODI.

6. La financiación de las SODI por emisión de obligaciones computables: tratamiento equitativo para las Cajas y la Banca en la financiación del desarrollo regional

Si el Gobierno llama a las Cajas a participar en las SODI al objeto de compartir el esfuerzo del Estado en el desarrollo regional, sería lógico esperar que el llamamiento se haga en las mismas condiciones a la Banca privada que opere en la región. Ello estaría en consonancia con la política de liberalización en el análisis del riesgo y de equiparación financiera entre Cajas y Banca iniciada en 1977.

De acuerdo con lo expuesto en el estudio, las SODI debieran crecer a partir de 1981 por captación de recursos ajenos hasta alcanzar un grado mínimo de madurez a los diez años de su creación. Es de desear que el crecimiento posterior se base en el recurso a un sistema interbancario desarrollado y que la selectividad de sus operaciones de activo permita afinar su imagen como sociedades financieras de servicios (*merchant banks*) capaces de analizar, tomar y syndicar riesgos a largo plazo.

Pero volviendo al estado actual de las SODI, caracterizado por el predominio de los recursos propios, y dado el peso de la financiación privilegiada mediante coeficientes de inversión obligatorios en España, es lógico que las SODI aspiren a financiarse mediante la emisión de obligaciones computables, como establece su estatuto y la legis-

lación vigente. Ello supone un esfuerzo para las Cajas de Ahorros de la región que debiera ser compartido por todas las instituciones financieras que captan pasivo en la misma.

Si el Gobierno está dispuesto a apoyar a las SODI en su política regional, es de esperar que los planes de financiación de las SODI contemplen la colocación de obligaciones entre todas las instituciones financieras en proporción a la captación de pasivos en la región, mediante la instrumentación de los oportunos coeficientes. Y si los coeficientes van a contracorriente de la política de liberalización financiera iniciada en 1977, es de esperar que el Gobierno arbitre las medidas necesarias para que los títulos de deuda pública o paraestatal —y en particular de las SODI— puedan colocarse sin necesidad de recurrir a coeficiente alguno.

NOTAS

(*) El autor agradece a Victoriano López-Pinto, Iñaki G. de Cortázar, Isabel Bonache, Félix Caballero y Pascual Arbona su aportación crítica a este estudio, aun cuando el texto es responsabilidad exclusiva del autor.

(1) La apertura del accionariado a la Banca fue uno de los puntos más ardentemente defendidos por la Dirección de Desarrollo Regional, por un conjunto de razones que merece la pena exponer. En primer lugar, y aunque la mayoría de las Cajas han apoyado sistemáticamente a las SODI, la dependencia a un solo grupo de accionistas financieros podía dificultar una ampliación de capital en el caso de que la defección de algún accionista desequilibrara el «peso político regional», identificado con la presencia relativa de las Cajas provinciales en el Consejo. La presencia de la Banca nacional aliviaría pequeños recelos regionales. Además, la Banca constituye uno de los focos naturales de actividad mercantil en la región, segunda y decisiva razón para su incorporación. También puede señalarse que la inclusión de la Banca favorece la confianza general de aquellos accionistas que siguen creyendo en la mayor inmunidad de la Banca a las infecciones intervencionistas.

Por lo demás, debe tenerse presente que toda exigencia de apoyo financiero de las Cajas de Ahorros al desarrollo regional debiera extenderse a la Banca en la proporción que corresponda a sus depósitos en la región.

(2) PIERRE POPLU, *Les sociétés de développement régional: statut, bilan et perspectives*, Edit. Berger Levrault, 1973.

(3) «Las SDR han nacido a impulsos políticos y administrativos más que como resultado de un estudio profundo de las necesidades a las que habían de responder... Su creación y evolución responden a una tradición de los poderes políticos franceses, consistente en crear nuevos órganos para intentar resolver problemas que organismos probados hubieran podido resolver si hubiesen sido convenientemente estimulados a ello... En tanto que Banca de negocios (industrial), las SDR no han jugado el papel de motor que se les había asignado, limitándose a acompañar a fenómenos de expansión nacidos fuera de ellas. Sus intervenciones en el ámbito de los préstamos a largo plazo son en ocasiones inadecuados a las necesidades financieras de las empresas y constituyen a menudo un factor de desorden financiero. De un modo general, sus servicios (financieros, principalmente) son de una

calidad discutible. Por su funcionamiento actual, las SDR constituyen un lamentable ejemplo de mala administración económica...» PIERRE POPLU, *op. cit.*, pág. 199.

(4) Además, debe tenerse presente que la proliferación de oficinas bancarias y nuevas entidades de crédito, a finales de los años sesenta, creaba una situación peculiar, con dos fuerzas contrapuestas. De una parte, las nuevas entidades debilitaban el *statu quo* bancario, mientras que, de otra, la expansión de sucursales bancarias reforzaba la capacidad de captación de pasivo de los grandes, por meras razones de dimensión óptima. Aunque se hubieran configurado como Bancos industriales, las SODI hubiesen carecido de capacidad real de captación de pasivo.

(5) Las SODI son empresas estatales de acuerdo con la Ley General Presupuestaria, de 4 de enero de 1977, que contempla como tales a todas aquellas con participación superior al 50 por 100 del capital social.

(6) Una primera defensa del beneficio como uno de los criterios de actuación de las sociedades de desarrollo se encuentra en el ejemplar de *Economía Industrial*, número 182, de febrero de 1980, dedicado íntegramente al INI, en el artículo «Empresa pública, iniciativa privada y desarrollo regional: las SODI, un invento razonable», firmado por el autor del presente trabajo.

(7) La Ley recoge en su artículo 13, punto 0, una norma por la que las sociedades pueden deducir de su base las sumas invertidas en cualquier clase de título valor de las sociedades privadas de desarrollo regional, cual si tales inversiones fuesen un gasto deducible necesario para el proceso productivo de la empresa. La norma era tan sorprendentemente generosa y fuera de lugar que su desarrollo reglamentario ha caído en el olvido, por el momento.

Respecto a la Banca industrial, la Ley recoge los elementos técnicos fiscales necesarios para eludir su doble imposición, pero olvida extender el mismo trato a las SODI.

(8) SCHWARTZ Y GONZÁLEZ, *Una historia del INI*, Ed. Tecnos, 1978, págs. 33 y 34.

(9) SCHWARTZ Y GONZÁLEZ, *Una historia del INI*, Ed. Tecnos, 1978, págs. 33 y 34. «Ya en el preámbulo de la Ley fundacional del INI se mencionaba como razón importante para la creación del Instituto la de que "no existieran" en nuestra nación las entidades aptas para financiar estos grandes programas industriales, ya que las actuales sociedades de crédito, por su constitución y especialización en el crédito a corto plazo, no son las indicadas para realizar estos fines.»

(10) El más conocido de los episodios industriales, en la concepción de una eco-

nomía de guerra, es el de la política de combustibles iniciada con la creación de la Empresa Nacional Calvo Sotelo en 1942. Schwartz y González relatan con agudeza semejante experiencia, aunque no detallan el abandono progresivo del proyecto. Suanzes era un ingeniero demasiado bueno para no advertir que el proyecto de obtener 120.000 Tm. de gasolinas de un millón de toneladas de pizarra sólo podría justificarse en la «racionalidad» de una economía de guerra, o ante un agotamiento inmediato de recursos energéticos importables, lo que estaba muy lejos de producirse en 1942.

(11) *World Banking*, 1980-81, «Financial Times Business Publishing Ltd.», 1981. DAVID FAIRLAMB, *Spain and Portugal groom themselves for EEC membership*, pág. 19.

(12) STEWART FLEMING, «Increasing threat to capital base», *Financial Times*, 23 de junio de 1981, pág. III, suplemento.

(13) *World Banking*, *op. cit.* MICHAEL BLANDING, *International Banking: caution and disquiet the second time around*, página XXVI.

(14) Se trata de la definición citada en diversos epígrafes del estudio: «Las SODI son sociedades mercantiles públicas de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, la mediación financiera y la prestación de servicios» (definición asumida por la Dirección de Desarrollo Regional del INI en 1978).