

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL  
DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS



## FINANCIACION DE LAS EMPRESAS EN EL PAIS VASCO



FEDERACIÓN DE CAJAS DE AHORROS VASCO-NAVARRAS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, antes «Suplementos sobre el Sistema Financiero» de *Papeles de Economía Española*.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

Esta publicación no se solidariza necesariamente con las opiniones que expresen los colaboradores en sus trabajos.

\* \* \*

**P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).**

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 350.44.00/02.

**PERSPECTIVAS  
del  
SISTEMA FINANCIERO**

Número extraordinario

---

1993

# FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

## PATRONATO

|  |                            |
|--|----------------------------|
| BRAULIO MEDEL CAMARA<br><i>(Presidente)</i>                                | FRANCISCO FERNANDEZ JARDON |
| JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA<br><i>(Presidente de honor de la CECA)</i>      | DIEGO FUENTES TALAVERA     |
| MARIANO NAVARRO RUBIO<br><i>(Presidente de Honor de la Fundación FIES)</i> | JESUS MUZAS RUBIO          |
| LUIS CARRERA PASARO  | JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ |
| MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ  | MARTIN OLLER SOLER         |
| LUIS CORONEL DE PALMA  | GERMAN PEREZ OLLAURI       |
|  | JOSE MIGUEL USEROS SERRANO |
|  | AVELINO VILA OTERO         |

## CONSEJO DE REDACCION DE PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

|   |  |
|---|--|
| ENRIQUE FUENTES QUINTANA<br><i>(Director)</i> | FERNANDO GONZALEZ OLIVARES<br><i>(Redactor-jefe)</i> |
| XABIER ALKORTA ANDONEGUI                      | JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ                               |
| JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ                    | ANTONIO OTERINO DIEGO                                |
| JOSE ANTONIO ANTON PEREZ                      | JOSE LUIS RAYMOND BARA                               |
| ALFONSO CASTILLA ROJAS                        | MATEO RUIZ ORIOL                                     |
| JUAN RAMON CUADRADO ROURA                     | JOAN TORRES PICAMAL                                  |
| JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO                  | EMILIO TORTOSA COSME                                 |
| CARLOS EGEA KRAUEL                            | JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN                         |
| JULIO FERNANDEZ GAYOSO                        | VICTORIO VALLE SANCHEZ                               |
| JOSE GARCIA LOPEZ                             | JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA                   |
| JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO                   | DIEGO VEGA LA ROCHE                                  |
| JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO                     | JOSE VILARASAU SALAT                                 |

## Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

## Portada

Ilustración: Daniel Vázquez Díaz, «La fábrica bajo la niebla».

© Visual Entidad de Gestión de Artistas Plásticos

## Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social  
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros  
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

## Gestión Editorial

CYAN  
Don Pedro, 6. 28005 Madrid

Depósito legal: M. 7.461-1993  
ISSN: 1132-9564

## SUMARIO

|  |     |   |
|--|-----|---|
| Presentación   | 5   | <i>Fernando Spagnolo de la Torre</i>                          |
| Introducción   | 7   |   |
| Las teorías de las decisiones financieras empresariales:<br>antecedentes y evolución   | 13  | <i>Juan Antonio Maroto</i>                                    |
| La situación económico-financiera de la empresa<br>industrial vasca (1984-1990)  | 27  | <i>Olga Rivera y Alberto Iriondo</i>                          |
| La oferta de fondos de las entidades financieras<br>en la Comunidad Autónoma del País Vasco  | 59  | <i>Ildfonso Grande Esteban</i>                                |
| Perspectivas de la financiación empresarial desde<br>la postura de las empresas  | 73  | <i>Mesa redonda</i>   |
| La respuesta del sistema financiero a las necesidades<br>de la empresa   | 77  | <i>Luis María Abadía Muñoz e Iñaki Caminos Otermin</i>        |
| Un análisis de los convenios para la financiación<br>de inversiones productivas en el País Vasco                                       | 103 | <i>Alberto Alberdi Larizgoitia y Leyre Barrena Longarte</i>   |
| Alternativas de financiación para las empresas   | 149 | <i>Javier Hernani, Idoia Basterrechea y Agustín Garmendia</i> |
| La experiencia del capital riesgo de la CAPV   | 167 | <i>Alberto Abad</i>   |
| Impacto de la nueva regulación sobre recursos propios<br>de las entidades de crédito en la política<br>de participaciones industriales | 185 | <i>Mesa redonda</i>   |
| La inversión extranjera directa en España a partir<br>de 1986: referencia especial al País Vasco                                       | 189 | <i>Eloisa Ortega</i>  |
| Liberalización del mercado de capitales y su efecto<br>en la financiación de las empresas  | 197 | <i>Juan José Llorens Urrutia</i>                              |
| Experiencias en la financiación exterior tras la reciente<br>liberalización del sistema  | 213 | <i>Mesa redonda</i>   |
| Reflexiones sobre la situación económica actual  | 215 | <i>Enrique Fuentes Quintana</i>                               |
| Clausura del Seminario   | 229 | <i>José Luis Larrea Jiménez de Vicuña</i>                     |

## OPINIONES

Dispuestos a afrontar el reto  
*José Ramón Epelde*  
Jefe de Sección de Economía de *Deia*  
237

*Jon Imanol Azúa*  
Vicelehendakari para Asuntos Económicos y Consejero de Industria y Energía del Gobierno Vasco

*José Ignacio Berroeta*  
Presidente de Bilbao Bizkaia Kutxa

*Fernando Spagnolo*  
Presidente de Kutxa de Gipuzkoa

*Francisco Allende*  
Presidente de Caja Vital

*José María Vizcaíno*  
Presidente de la Confederación de Empresarios Vascos, CONFEBASK

*José Luis Marcaida*  
Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao



## PRESENTACION

Fernando SPAGNOLO DE LA TORRE  
Presidente de Kutxa, Gipuzkoa Donostia Kutxa - Caja Gipuzkoa San Sebastián

Con la publicación de este libro sobre la financiación empresarial culmina un largo proceso iniciado hace prácticamente un año, con la elección de un tema central en torno al cual se articularon una serie de trabajos de investigación al objeto de presentar una serie de ponencias en el Seminario de la Universidad de Verano de San Sebastián, celebrado en el mes de septiembre de 1992, resuntivas de los aspectos más destacados de tales trabajos.

Estamos convencidos de que se trata de un esquema de desarrollo apropiado, ya que posibilita contemplar y analizar el tema escogido bajo diversas ópticas, fomentando, en su caso, el contraste entre puntos de vista alternativos de un mismo problema o aspecto. Adicionalmente, se da cabida a multiplicidad de agentes, que, con su participación, dan cuerpo a este proyecto. Es reseñable la intervención de los investigadores organizados en grupos de trabajo, la Universidad del País Vasco como foro de exposición y debate de los principales hallazgos o posturas, los propios alumnos participantes en las sesiones académicas, receptores en primera instancia de la información elaborada, las cajas de ahorros vascas, que contribuyen con medios humanos y materiales a este proyecto, además de la inestimable colaboración de los miembros de la Fundación FIES, fieles consejeros en estas lides, las autoridades políticas y académicas y, por fin, el cuerpo técnico de la propia Federación.

A todos ellos en general, y a todos cuantos han colaborado en esta tarea, quisiera manifestar nuestro agradecimiento por su esfuerzo, que ha fructificado en este libro que ofrecemos a la opinión pública.

Al llevar a cabo esta labor hemos querido cubrir varios objetivos a un tiempo. Conocer mejor la estructura y los problemas, desde la óptica financiera, de las empresas que operan en la CAPV ha sido uno de ellos, en el convencimiento de que este mejor conocimiento ayudará a la instrumentación de medidas mas certeras y eficaces para la resolución de los problemas que las acucian.

Análogamente, queremos mostrar la concienciación del sector de cajas de ahorros por las amenazas e incertidumbres que se ciernen sobre nuestro entramado empresarial, base del desarrollo económico de la sociedad, apuntando en algunos casos soluciones que palién su delicada situación y clarificando los distintos puntos de vista en torno a un mismo aspecto.

Dado que, por experiencias de años anteriores, sabemos que el alumnado asistente al Seminario de Verano está compuesto en una gran proporción por universitarios recién licenciados o estudiantes a punto de la graduación, hemos

querido trasladar a este colectivo, junto al de los profesionales asistentes, algunos de los problemas con que van a encontrarse en la vida económica real, en la que intervendrán, probablemente, desarrollando su labor profesional y asumirán distintos grados de responsabilidad. Esta es, sin duda, una forma práctica y efectiva de avanzar en la tan traída y llevada cooperación entre Universidad y agentes económicos.

El momento económico que vivimos en la actualidad es, sin duda, oportuno, para hacer una fotografía de la situación económica del entramado empresarial vasco, identificando aquellos aspectos, desde la óptica financiera, en los que las empresas mantienen una situación de ventaja con respecto a la competencia y, a la vez, focalizando nuestra atención en las áreas susceptibles de mejora que reclaman acciones rápidas y precisas en la mayoría de los casos.

Tras la exposición de los motivos que nos han impulsado para llevar a cabo esta tarea, corresponde al lector juzgar sobre el grado de acierto que hemos conseguido en tal intento. Por nuestra parte, seguiremos avanzando en esta línea, incorporando cuantas sugerencias estimen oportunas al respecto.



## INTRODUCCION

El número monográfico de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO que, bajo el título de *Financiación de las Empresas en el País Vasco*, se ofrece a los lectores, engloba un conjunto de trabajos de investigación, teórica y aplicada, realizados durante el primer semestre de 1992; con carácter previo a la presentación de los mismos en el Seminario de igual título que se celebró en la Universidad de Verano del País Vasco, en San Sebastián, durante el mes de septiembre pasado. Motivo por el cual, determinadas series temporales de datos y de comentarios recogidos en el texto se atienen fundamentalmente a un horizonte temporal que se proyectaba a la citada fecha. Debe indicarse, además, que todo el proyecto se ha desarrollado bajo la organización conjunta de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras y de la Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros Confederadas, entidades ambas que vienen colaborando desde hace varios años en la celebración de los Cursos de Verano de la UPV, mediante una fructífera relación de cuyos resultados constituye buena prueba la presente publicación.

Desde una perspectiva global, la economía de la CAPV, inserta en el entorno más amplio del Estado español y de la CE, se encuentra en una situación que no por generalizada es menos digna de preocupación. En la CAPV, este hecho viene agudizado por la composición sectorial de su economía y por la especialización prioritaria de ésta en sectores maduros de demanda débil. Sin que puedan minusvalorarse, además, las características del elevado peso específico de su sector secundario y el predominio de las unidades de pequeña y mediana dimensión en su tejido empresarial.

El objetivo común de los trabajos que ahora se ofrecen al lector es, en consecuencia, la necesidad de profundizar en el estudio de las caracterís-

ticas estructurales y operativas de las empresas radicadas en la CAPV, contempladas desde la perspectiva de su estructura y decisiones financieras. Y ello es así porque el certero conocimiento de las debilidades y fortalezas de un determinado sector o actividad económica, debe erigirse como pilar sobre el que implantar las adecuadas medidas para la corrección de sus principales desequilibrios. Para el cumplimiento de dicho objetivo, el presente volumen se ha estructurado en cinco partes, coincidentes en contenidos con los temas que se impartieron durante los días de desarrollo del Seminario en la UPV; a la par que se ha completado con una serie de calificadas opiniones sobre temas de actualidad de relevantes personalidades del mundo económico y financiero vasco.

### LA PERSPECTIVA DE LOS DEMANDANTES DE FINANCIACION

---

En la primera parte, y a modo de presentación del marco teórico, **Juan Antonio Maroto**, Catedrático de la UCM y Director del Departamento de Economía Financiera de la Fundación FIES, analiza el «estado de la cuestión» de la problemática de la financiación empresarial; para lo cual dibuja los antecedentes y la evolución del esquema conceptual sobre el que las empresas llevan a cabo sus decisiones financieras características, a saber: inversión, financiación y dividendos. De sus planteamientos cabe destacar que las finanzas empresariales constituyen un sugerente campo de análisis en el que coexisten teorías y contrastaciones empíricas y en el que el deseo de modelizar las complejas interrelaciones existentes entre empresas, instituciones financieras, mercados e individuos, ha sido el reto permanente que ha aglutinado la labor de estudiosos y profesionales desde mediados del presente siglo, y que vaticina ser también el reto del futuro, ante las crecientes

complejidad, universalización y globalidad de los sistemas financieros desarrollados.

Seguidamente son **Olga Rivera**, Profesora Titular de la Universidad de Deusto en el Campus de San Sebastián, y **Alberto Iriondo**, Profesor también de dicho Centro, quienes analizan en la práctica la situación económico-financiera de las empresas vascas, mediante un estudio del que cabe destacar los siguientes puntos:

- La rentabilidad de las ventas en las empresas vascas mejoró en el período 1984-1989, superando los correspondientes niveles de los conjuntos del Estado español y de Alemania. La infrautilización de la capacidad productiva es el factor explicativo subyacente de la ruptura de la tendencia acaecida entre 1989 y 1990.

- El esfuerzo inversor realizado no ha producido, sin embargo, los frutos esperados, y se manifiesta en una menor rentabilidad económica comparada de la empresa vasca con respecto al conjunto estatal.

- Las elevadas deudas, junto al escaso margen existente entre los costes del endeudamiento y la rentabilidad económica, constituyen las principales debilidades de las empresas vascas. Se observa, asimismo, un deterioro en la composición del pasivo, por la sustitución de la financiación a largo plazo por financiación a corto.

- La autofinanciación tiende a disminuir, a la vez que se refuerza la política de distribución de dividendos.

- En cuanto a los orígenes de la financiación, se detecta una mayor presencia de las entidades financieras locales, sobre todo de las vinculadas a un determinado grupo industrial.

- Se observa, finalmente, en la CAPV, una fuerte intervención pública en la financiación industrial, articulada por medio de los convenios de colaboración financiera.

En el siguiente trabajo recogido en el número, el Profesor Titular de la Universidad del País Vasco, **Ildelfonso Grande**, analiza la oferta de fondos de las entidades financieras en la CAPV y los criterios con los que éstas seleccionan los sectores, empresas y áreas de interés preferente. En él se analizan las variables que las entidades financieras toman en consideración a la hora de ofertar fondos a los sectores de la actividad eco-

nómica y a las empresas privadas; junto con el correspondiente diagnóstico de dichas instituciones y áreas de interés preferente.

Como aspectos más destacables, cabe señalar que las entidades financieras de mayor dimensión y antigüedad se fijan en el grado de competencia del sector, en el nivel de asociacionismo existente en él, y en el grado de intervención pública que ofrece. Las entidades de menor dimensión, por contra, valoran en mayor medida aspectos tales como la dependencia del sector de los consumos energéticos y de las importaciones, así como su capacidad de crecimiento. A la hora de valorar una empresa, existe, no obstante, un acuerdo unánime sobre la importancia de su capacidad de generación de recursos y sobre la irrelevancia de la cotización bursátil como indicador de la situación empresarial.

Desde otra perspectiva empírica, y ante la necesidad de completar el panorama con la caracterización que hacen las empresas de las entidades financieras de la CAPV, la mesa redonda realizada bajo el título de «La financiación desde la perspectiva empresarial», reúne las posturas de destacados representantes del empresariado vasco, tales como **Julián García Ureta**, **José Ignacio Odriozola** e **Ignacio Aldama**, moderados por **Francisco Javier Allende**, Presidente de la Vital Kutxa.

Algunas de las reflexiones de esa sesión, giran así en torno a la constatación de que existe una respuesta adecuada del sistema financiero vasco a las necesidades de financiación de las empresas, y a que las cajas de ahorros realizan una oferta de fondos oportuna y creciente en este ámbito. Los participantes en la mesa, consideran también favorablemente la existencia de entidades financieras regionales que dotan de agilidad a todo el sistema. Igualmente, detectan una paulatina introducción de novedades financieras entre las alternativas ofrecidas por el sistema crediticio; siendo reseñables, a ese respecto, el impulso creciente de la financiación del capital circulante, y la utilización de las operaciones FRA (*forward rate agreement*) como medio de cobertura de riesgos.

Se trasluce, por último, un cierto escepticismo acerca del papel que la Bolsa viene desempeñando en la actualidad como canalizadora de fondos hacia sociedades de tamaño mediano o pequeño. Los asistentes ponen así de relieve la racionalidad no estrictamente económica de un elevado número de operaciones de inversión, que obedecen a razones estratégicas y de tomas de posición en buena parte de los casos.

## PERSPECTIVAS DE LOS OFERENTES DE FINANCIACION

En este ámbito, la primera aportación, de **Iñaki Caminos** y **Luis M.<sup>a</sup> Abadíe**, Director y Jefe, respectivamente, de Planificación Estratégica de la BBK, se detiene a contemplar la respuesta dada por el sistema financiero a la percepción de las necesidades de financiación del mundo empresarial. Consideran para ello determinados comportamientos anómalos de los agentes, que vienen motivados por hechos tales como la incidencia fiscal en las operaciones, los crecimientos de los salarios por encima de la productividad de la mano de obra, las dificultades para la autofinanciación, y el precio del dinero, entre otros.

Señalan luego la vigencia del crédito en sus diversas manifestaciones, como instrumento habitual que materializa la relación empresa-entidad financiera. Adicionalmente, detectan un fuerte desarrollo de la prestación de servicios no estrictamente financieros, de la desintermediación financiera y de otras figuras relativas al asesoramiento, en general, a las empresas.

En el campo de la relación banca-industria, por último, destacan cuestiones tales como la necesidad de prescindir de una postura preconcebida para llevarla a cabo, la existencia de grupos industriales que actúan como competidores financieros en condiciones de mercado y el predominio de un modelo de relaciones con las empresas similar al anglosajón, en el que se desanima la participación directa de los intermediarios financieros en las empresas industriales.

En el segundo de los trabajos recogidos en este bloque, **Alberto Alberdi** y **Leyre Barrena**, Director y Jefe, respectivamente, de Estudios Económicos y Métodos del Gobierno Vasco, tratan de realizar un balance de la actuación del sector público vasco, en su intento de dinamizar el pulso industrial de la CAPV.

Llegan, a ese respecto, a una postura escéptica, al constatar que los empresarios no consideran decisivas, a la hora de invertir, las ayudas implementadas bajo la figura de los convenios de colaboración financiera. Aunque deba reconocerse que la existencia de algún tipo de ayuda aumenta, como primer efecto, el volumen total de la inversión acometida; pero esto, a su vez, incrementa las cifras de inmovilizado y penaliza las *ratios* de productividad.

## LA FINANCIACION EMPRESARIAL DIRECTA EN LOS MERCADOS

En este apartado, analizado en primera instancia por el trabajo de **Idoia Basterrechea**, Directora de Gestión de Inversión y Mercados Internacionales, **Agustín Garmendia**, Consejero y Director General, y **Javier Hernani**, Director Financiero y de Negocio, todos ellos de NORBOLSA, SVB, S.A., recorre el abanico de las distintas alternativas al crédito bancario clásico ofrecidas por el mercado. En opinión de los autores, los diversos procesos de financiación que pueden estructurarse a través de los mercados de capitales para la PYME constituyen todavía una vía inédita en el caso español.

A lo largo del mencionado trabajo, se hace también un análisis pormenorizado sobre el asesoramiento financiero empresarial, o *corporate finance*, y sobre la creación de nuevas estructuras de mercado de capitales OTC (*over the counter*), o no regulados; procesos ambos que pretenden facilitar el acceso de la PYME a los mercados de capitales.

Se analiza, por último, un modelo de mercado de valores catalizado por especialistas, que introduce este elemento de novedad en pro de dotarlo de mayor eficiencia, siguiendo el modelo de algunos mercados internacionales que cuentan con figuras homónimas a la de dichos especialistas. La inclusión de estas figuras pretende, sobre todo, superar el problema de liquidez del que adolecen los mercados de capitales para las empresas pequeñas y medianas.

El capital-riesgo, por su parte, es otra alternativa de financiación con la que cuentan las empresas en la CAPV. El Consejero Delegado de TALDE, **Alberto Abad**, con su trabajo sobre esta materia, llama la atención sobre las empresas que invierten con riesgos acrecentados, ya sea por su fase de desarrollo empresarial o ya por las características intrínsecas de los proyectos.

A ese respecto, y a pesar de que aún no puede hacerse un balance lo suficientemente completo, dado el relativamente reducido lapso de tiempo transcurrido desde la puesta en marcha de esta figura, la idea predominante del autor es que los resultados cosechados hasta el presente no han sido todo lo satisfactorios que cabría esperar. Se aducen varias razones explicativas de este hecho: