



*El Director  
de la Real Societat Econòmica d'Amics  
del País de València*

en col·laboració amb l'Associació Valenciana de Ciència Regional, tenen el plaer d'invitar-vos al col·loqui sobre

**«BORSA I ECONOMIA REGIONAL»**

que tindrà lloc el dia **14 de desembre de 1983, a les 18 hores**, als locals de la Societat, **Plaza de Nules, 2, València**.

**Intervindran:**

- Ernest Sena: Director Servei d'Estudis Borsa de València.
- Salvador Calomarde Gómez: Agent de Canvi i Borsa.
- Alvaro Noguera Jiménez: Membre del Consell d'Administració Banc de València.
- Alvaro Faubel Fraüendorff: Industrial. Natra, S. A.
- Buenaventura Simarro López: Cap dels Serveis Patrimonials del Banc de Bilbao.
- José Miguel Carcelén Conesa: Director General Política Financera. Generalitat Valenciana.

**Guió del col·loqui:**

1. Antecedents de la Borsa de València.
2. El sistema financer valencià.
3. La Borsa i el finançament de l'empresa valenciana.
4. La Borsa i la canalització de l'estalvi.
5. La Borsa i la política econòmica regional.

València, desembre 1983

## **BORSA I ECONOMIA REGIONAL**

## **BORSA I ECONOMIA REGIONAL /1**

*Ernest Sena*

Senyor president:

Senyores i senyors:

Quan l' Associació Valenciana de Ciència Regional es va plantejar la realització d'aquest col.loqui, ho va fer marcant-se un objectiu prou clar: iniciar un debat sobre l'existència de la Borsa a València, o de València, en el que participaren experts bursatils, empresaris i tots aquells interessats pel fenomen del mercat de valors.

Per que aquest debat? Com tothom recordara, la creació de la Borsa de València fou possible, entre altres raons, per l'existència d'una ampla opinió ciutadana que la reclamava. Durant anys i anys, les més diverses entitats economicques, socials i culturals de València i de tot el País -entre elles, i de forma capdavantera, la institució que avui ens acull- es van manifestar partidaries de què la ciutat comptara amb aquesta institució economica i hi van fer les gestions oportunes per a aconseguir-ho. La «qüestió Borsa» era un tema eminentment ciutadà. Fins i tot més que estrictament financer.

És evident, doncs, que existien unes expectatives generalitzades sobre la seua «bondat». Hom creia, i potser no sense raó, que la Borsa reportaria UDS beneficis per a la ciutat i per al funcionament de l'economia de tot el País.

Amb tres anys de perspectiva, es tracta de comprovar ara la validesa d'aquella opinió. És a dir, de contrastar la realitat actual de la Borsa de València amb aquelles expectatives.

Què ha suposat la Borsa de València? En primer lloc, i cal dir-ho així perquè és poc conegut i menys valorat, la creació d'aquesta institució ha representat un important esforç per a un col·lectiu de professionals: els antics corredors de comerç de la ciutat, avui agents de canvi i borsa de València. Sense la seua dedicació i entrega hauria estat impensable la consecució d'aquell objectiu ciutadà que era la Borsa; sense la seua preparació i experiència, la institució bursatil no hauria pogut funcionar des del primer dia tal i com ho ve fent: com qualsevol de les seues homònimes espanyoles. És clar que no han fet una altra cosa que complir amb el seu deure; però val a dir que ho han fet de

forma plenament satisfactoria, i això, certament, no és massa comú entre nosaltres.

Així, doncs, a nivell professional s'han aconseguit els objectius fixats. L'engranatge operatiu del mercat funciona de forma eficaç. Però és evident que la Borsa no és ni dels ni per als professionals. Ans al contrari, la Borsa és per als estalviadors, que valen col·locar els seus excedents de renda en condicions acceptables de seguretat, liquiditat i rendibilitat, i per a les empreses i altres demandants de recursos que els necessiten per a portar endavant els seus projectes d'inversió. La Borsa és un instrument per a la canalització i l'eficac assignació dels recursos financers. I, en eixe sentit, pot col·laborar al creixement econòmic. Però només en la mesura en que els autèntics protagonistes estiguen disposats a utilitzar-la.

El debat pot encetar-se partint d'un primer fet: l'economia del País Valencià disposa ja d'un instrument idoni per al seu sistema financer, el mercat de valors, establert sense cap tipus de limitació reglamentària ni operativa. Ara bé: com s'utilitza aquest instrument?; qui ha de fer-ne ús?; per a que i com?; pot subsistir la Borsa de València sense una major presència a la cotització oficial de les empreses valencianes?; pot fer-ho sense un entorn on hi haja un autèntic entramat d'institucions financeres autoctones? En definitiva, té pervindre la Borsa de València, i quin és eixe pervindre, o pot ser esta destinada a transformar-se en una nova «illa econòmica» a les que tan acostuma- des està la societat valenciana?

Per donar resposta, una primera resposta, a tots aquests interrogants, i a d'altres que s'aniran plantejant, hem reunit a cinc experts que ens aportaran visions complementàries, i sempre directes, del fenomen bursàtil.

En primer lloc, Salvador Calomarde Gómez, agent de canvi i borsa, primer síndic-president de la Borsa de València i abans del Borsí, qui pot aportar una experiència de primera mà sobre tots els problemes que va comportar la creació de la Borsa.

Álvaro Noguera Jiménez és, entre moltes altres coses, membre del Consell d'Administració del Banc de València. Encara que ens parle a títol exclusivament personal, o precisament per això, les selles paraules seran especialment interessants, donat que es tracta d'un dels pocs financers d'un sistema financer valencià no-nato

Álvaro Faubel Fraüenforff forma part d'una empresa, Natra, S. A., que cotitza oficialment a la Borsa de València, com abans ho havia fet al Borsí. Potser contitueix una prova suficient de què el mercat de valors no és un món reservat a les grans empreses. O, almenys, de què també les mitjanes hi poden obtindre algun benefici.

Buenaventura Si marro López és el responsable dels Serveis Patrimonials del Banc de Bilbao a València. Com a tal, té relació directa i diària amb els inversors i està especialment qualificat, per tant, per a conèixer les característiques dels estalviadors valencians i de la inversió bursàtil al nostre mercat de valors.

I, finalment, hem cregut oportú comptar també en l'inici d'aquest debat i amb la presència de l'Administració pública. Res millor que la propia Administració autonòmica, representada per José Miguel Carcelén Conesa, director general de Política

Financera de la Generalitat.

La paraula és, ara, de tots ells.  
Moltes gràcies.

## **BORSA y ECONOMIA REGIONAL /2**

*Salvador Calomarde Gómez*

Mis primeras palabras al iniciar este coloquio, necesariamente han de ser de salutación a la Real Sociedad Económica de Amigos del País, ya la Asociación Valenciana de Ciencias Regionales, instituciones que saben estar en primera línea en el tratamiento y estudio de los temas regionales, especialmente la primera de ellas a través de sus largos años de existencia.

El primer punto del coloquio habla de los antecedentes de la Bolsa de Valencia y pienso que, necesariamente, al hablar de estos antecedentes hay que hacer un breve recorrido histórico sobre lo que ha sido el desarrollo de nuestras instituciones bursátiles pues, en definitiva, la Bolsa de Valencia no es más que una institución más de las del mundo bursátil que está integrada en el mercado financiero español.

Los antecedentes remotos de las bolsas españolas se encuentran en los cincuenta años que van desde 1780 en el que aparece bajo el reinado de Carlos III y por inspiración de Cabarrús, la primera emisión de «vales reales»; en 1.800 fueron declarados oficialmente «Deuda Pública» y en 1818 «Deuda Pública Interior»; se negociaban por endoso y dieron lugar desde un principio a numerosas negociaciones en las que sólo podían mediar los llamados «corredores jurados», los cuales en 1803 actuaban ya en trece plazas mercantiles con diversas denominaciones: la realidad, y por los acontecimientos posteriores, nos hace pensar que en algún caso, estos endosos se realizaban al margen de la Ley, y entorno a los mismos se produjeron grandes movimientos especulativos que tuvieron su reflejo en las cotizaciones de la Bolsa de París, que era donde, de una manera pública, se negociaba este tipo de deuda.

Junto a los «vales reales» aparecen por aquellos años grandes compañías, todas ellas sociedades por acciones, como fueron, a título de ejemplo, el Banco de San Carlos y la Real Compañía de Filipinas, y que hubieran podido ser base de una contratación, sin que se llegara a esto por existir trabas de tipo objetivo y personal y porque además, a decir verdad, carecieron de prestigio financiero y económico.

Siguiendo con nuestro recorrido histórico, en 1829, el Código de Comercio establece los colegios de corredores, y a pesar de que el Código no se ocupa para nada

de la Bolsa, sí hace en cambio dos alusiones a la misma en los artículos 69 y 115. Dos años más tarde, aquel silencio del Código es superado por la Ley de 10 de septiembre de 1831 que crea la bolsa de Madrid; durante muchos años se ha citado a Pedro Sainz de Andino como creador de la Bolsa de Madrid, pero la realidad histórica nos muestra como artífice de la misma al entonces ministro de Hacienda Luis López Ballesteros.

La creación de la Bolsa de Madrid, como ya ha quedado apuntado antes, tiene su razón de ser en los movimientos especulativos que sobre la deuda pública española se están produciendo en la Bolsa de París y que crean la necesidad de esta institución en Madrid para evitar, dentro de lo posible, estos movimientos en una bolsa extranjera y procurar regularlos desde una bolsa nacional.

Una vez creada la Bolsa de Madrid y sin entrar en más detalles, que harían excesivamente larga esta exposición, veintinueve años después, esto es, en 1860 y con fecha 31 de agosto de dicho año, una Real Orden del Ministerio de Fomento abre la posibilidad de establecer bolsas de comercio en aquellas poblaciones donde la frecuencia e importancia de las transacciones sobre efectos públicos hagan considerarlo conveniente a juicio de las juntas de agricultura, industria y comercio, ayuntamientos, etc.; como señala Torrente en su historia de la Bolsa de Madrid, en aquella ocasión conocemos solamente un caso en el que se recoge la iniciativa de fundación de bolsas propuesta por el Gobierno, fue Valencia quien se adelantó en esto a Bilbao y Barcelona, pues, en efecto, en Valencia se creó una Comisión Mixta en la que, entre otras representaciones, figuraba la Diputación y el Ayuntamiento; Comisión que solicitó del Banco de España un anticipo para comenzar el expediente. De aquella Comisión poco más se sabe por el momento. Sus proyectos no prosperaron, al parecer, a causa de los intereses en liza; ¿cuáles fueron esos intereses encontrados?; se desconocen a la espera de investigaciones históricas que puedan echar luz sobre los sucesos bursátiles de aquella época. Pero el dato cierto e irrevocable es que en 1860, hace ciento veintitantos años, Valencia ya pidió una Bolsa de Comercio.

Al no obtener la constitución de una Bolsa Oficial por las razones apuntadas y no del todo conocidas, la dinámica de los hechos económicos implanta su propia ley y así comienza a funcionar una Bolsa libre constituida por los corredores de comercio y de cuyas operaciones sobre diferentes activos financieros (Deuda Pública, letras sobre el extranjero y sobre plazas nacionales y mercaderías) existen bastantes referencias en los archivos del citado Colegio.

La existencia de este mercado bursátil real, aunque no oficial, con trascendencia en la vida económica valenciana, provoca que el Ateneo Mercantil de Valencia instituya una sección que pudiésemos llamar bursátil, y que dio origen a que se solicitase una institución bursátil en Valencia en 1881. A partir del 18 de marzo de 1887 quedó instalada en el inmueble de la plaza de Juan de Villarrasa, número 1, sede entonces del Ateneo Mercantil, la sección de contratación de efectos públicos dirigida por corredores de comercio..

Aquella aspiración de Valencia inicialmente planteada en 1860 y que volvió a

expresarse con igual fortuna en 1861 ha sido manifestada también en repetidas ocasiones a lo largo del presente siglo y en todas ellas es de destacar que se han mantenido siempre dos constantes: la primera es que la iniciativa ha corrido siempre a cargo de entidades y asociaciones económicas y sociales de carácter público y privado. La segunda constante es que a pesar de todos los esfuerzos siempre han existido «intereses en liza» que impidieron que el proyecto prosperara, y así vemos, en 1931 y en 1934, que se reiteran las peticiones. Diez años después, en 1944 y en unas condiciones histórico-políticas radicalmente distintas de las anteriores, se vuelve a plantear la propuesta, no encontrando tampoco en esta ocasión el eco necesario por parte del poder central.

Finalmente, el año 1952, un amplio espectro de entidades y corporaciones valencianas vuelve a plantear aquella petición tan largamente reiterada. En esta ocasión es importante recordar que en el expediente de información abierto por el Ministerio de Hacienda al estudiar la viabilidad de una Bolsa de Valores en Valencia, se mostraron favorables a tal iniciativa todos los organismos y entidades consultadas, entre ellas, el propio Consejo de Estado, con la sola excepción del entonces existente Comité de Enlace de las Bolsas Españolas.

Mientras estos hechos se producían y en este largo período que va desde 1887 hasta la creación del Bolsín, funciona en Valencia un Bolsín privado en el que se realizan diariamente, en los locales del Colegio de Corredores de Comercio de aquel entonces, la contratación de fondos públicos y otros valores mobiliarios, realizándose las liquidaciones en la llamada «Sala de corredores» del Banco de España, e incluso durante los años cincuenta se constituyó una sociedad que actuaba como contrapartida para los fondos públicos, prestando un importante servicio en este mercado de rentabilidad.

Fruto de toda la larga serie de peticiones, pero sobre todo de la existencia real de un mercado de valores que encontraba su cauce en aquel Bolsín oficioso, fue el reconocimiento parcial, limitado y tardío que supuso la otorgación de carácter oficial al Bolsín de Valencia en la primavera del año 1970.

El carácter oficial del Bolsín tuvo su inmediata traducción en el aumento de los volúmenes de contratación; en solo cinco años, de 1970 a 1975, se pasó de unos 1.200 millones de pesetas de contratación a 6.500 millones de pesetas, pero a partir de 1975 empezó a reflejarse la parcialidad y limitación de un marco reducido como era el Bolsín, pues la normativa restrictiva de su Reglamento se manifestó como un techo muy bajo que impedía el correcto desarrollo del mercado de valores en Valencia; este problema se agudizó en 1976 con el establecimiento del nuevo sistema de liquidación de depósito, del cual fue excluido el Bolsín, y que aumentó las dificultades reglamentarias y técnicas sobre la potencialidad de la plaza mercantil de Valencia.

A la vista de estas circunstancias, la Junta Sindical del Bolsín Oficial de Comercio de Valencia adoptó el acuerdo de iniciar los trabajos técnicos encaminados a conseguir que el mercado de valores valenciano tuviera el rango y la consideración legal que objetivamente le correspondía; esto es, una Bolsa Oficial de Comercio.

En consecuencia, se solicitó de un grupo de profesores de nuestra Universidad la

elaboración de una serie de dictámenes sobre los diferentes aspectos que confluían en la problemática de la creación de una Bolsa en Valencia.

Aquellos dictámenes fueron en su día emitidos y constituyeron importantes elementos de trabajo para la Junta Sindical.

En el año 1976 tiene lugar la primera visita a Valencia como Rey de España de S. M. Juan Carlos I. En audiencia concedida a la Cámara Oficial de Comercio, ésta le presenta un conjunto de aspiraciones valencianas en el terreno económico. La primera de ellas es la conversión del Bolsín en Bolsa Oficial de Comercio.

A raíz de esta visita real, el Ministerio de Hacienda solicita un amplio informe justificando y razonando la aspiración presentada ante el Rey; informe que se entregó el 21 de diciembre de 1976.

El año siguiente, 1977, se crea por el Ministerio de Economía, una Comisión para el estudio del mercado de valores. La Junta Sindical del Bolsín fue llamada a informar ante la Comisión, al igual que lo fueron también las Juntas Sindicales de las tres Bolsas, la Junta Central de los Corredores de Comercio y representaciones de las demás entidades crediticias y financieras.

El informe de la Comisión para el estudio del mercado de valores fue elevado al vicepresidente para asuntos económicos el 12 de abril de 1978. En dicho informe se recomienda que, en aras de una mayor potenciación del mercado, debe considerarse la conversión en Bolsa del Bolsín de Valencia. Durante 1978, por los Servicios Técnicos del Bolsín se elaboró un amplio y completo informe referente a la posibilidad de la creación de la Bolsa en Valencia, informe que con fecha 13 de diciembre de 1978 es presentado al Consell, el cual presenta ante el Ministerio de Economía solicitud oficial de Bolsa de Comercio.

El 29 de febrero de 1980, por acuerdo del Consejo de Ministros de aquella fecha se inició el estudio conducente a la creación de la Bolsa de Valencia, la cual, tras los informes favorables preceptivos del Consejo de Estado y del Consejo Superior de Bolsas, lleva a la creación de la Bolsa de Valencia.

Coincide la creación de la Bolsa Oficial de Comercio de Valencia con una serie de medidas tendentes a la liberalización de nuestro sistema financiero, tales como la entrada de la banca extranjera en España, la presencia en el mercado financiero de las emisiones públicas en régimen de competencia y la aparición de nuevos activos financieros que ofrecen al ahorrador alternativas de inversión.

La historia de la Bolsa de Valencia, como institución, es muy breve, tan sólo tres años; han sido años de un duro esfuerzo para equiparar e incorporar nuestra Bolsa al conjunto del sistema bursátil español, y creo que se puede afirmar, sin pecar de triunfalismo, que nuestra Bolsa en estos momentos es equiparable técnicamente al resto de las bolsas de la nación; existe, eso sí, una diferencia en cuanto a magnitud, con

algunas de las otras tres instituciones bursátiles; el llegar a una magnitud proporcional a la riqueza de esta región es el reto que la Bolsa de Valencia tiene en los próximos años para poder servir, no sólo a la economía regional, sino al conjunto del sistema financiero español.

Termino, porque creo que me he excedido en el tiempo de exposición que se me había fijado y creo que en el coloquio podrán ampliarse ideas de las aquí apuntadas.

Muchas gracias.



## **BORSA y ECONOMIA REGIONAL /3**

*Alvaro Noguera*

Me dicen que hable unos minutos de una cosa que yo creo que no existe: «el sistema financiero valenciano». Menos mal que me ponen también «evolución reciente», para que pueda decir que pudo existir, y «perspectivas», que me permiten decir que «podría existir».

Debo decir también que el término «sistema financiero» no me gusta, porque da idea de algo ordenado y sistemático, de algo fijo, y esos tres conceptos pienso que se alejan de la idea de fluidez para mí necesaria para alcanzar con variedad de formas a todos los recursos monetarios y dirigidos también con variedad de formas a los puntos más eficaces en cada momento para que un país pueda crear riqueza.

Debo reconocer, sin embargo, que sí es, ciertamente, dentro de los conceptos simples y no técnicos en los que quiero moverme, un sistema de equilibrios que permite duplicar o crear dinero. Evidentemente, el dinero de las cuentas de las entidades crediticias está a la vez a disposición del ahorrador y prestado a un tercero; las reservas de las compañías de seguros responden al pago de siniestros y a la vez están invertidas; la emisión de un título bursátil le ha dado el dinero a la entidad emisora y a la vez el accionista tiene su título y su contravalor en la cotización.

En todo caso el sistema financiero, lo llamemos como lo llamemos y tenga el contenido que queramos darle, es un concepto que existe y que engloba un conjunto de realidades.

Lo que no creo que exista es con el apellido «valenciano», porque para ello debería tener unos signos de identidad propios, unas formas peculiares y unos fines diferenciados o cuanto menos una política definida para poner los medios para conseguirlo. Y esto es lo suficientemente claro para que no me extienda en ello.

A niveles menores, hay dos conceptos, el de la territorialidad y el de la ciudadanía. Son ahorradores valencianos, empresas valencianas, intermediarios valencianos, las tomas de decisión se hacen en Valencia, el circuito se cierra en nuestro país, la riqueza es para nuestra comunidad, en este sentido cabe hablar de «sistema financiero valenciano», pero insisto, es un nivel menor, no se trata de un verdadero «sistema financiero valenciano».

A este nivel debe de predominar la idea de «servicio bien hecho», «la idea de eficacia», que es evidentemente una idea muy importante que por sí sola optimizándola beneficiaría más al país que el apellido «valenciano» si éste se pone malo disociado de las ideas de servicio bien hecho y de eficacia.

Para que se me entienda, hace poco en unas declaraciones afirmé que había entidades en Valencia que por su buen servicio habían beneficiado más a su comunidad que la Banca Catalana, que era más que un banco; no fue eficaz y hoy no existe más que como arma política, y, señores, *Primum vivere...*

No quiero entrar en «evolución reciente» sin antes referirme a los temas de «dimensión» y «variedad».

Es claro que la decisión estará aquí, y será forzosamente más valenciana, si hablamos, ya no de los ahorradores, a los que me referiré más tarde, sino de intermediarios, instituciones y empresas de dimensiones que no excedan a nuestro ámbito. Una entidad crediticia pequeña deberá captar sus fondos e invertirlos aquí por puras razones de eficacia; una Bolsa en Valencia servirá más que una Bolsa en Madrid; un gobierno autónomo, lo mismo; y para una pequeña empresa debería ser más fácil buscar su financiación aquí que fuera, al menos a nivel de socios y órganos ejecutivos.

La variedad es necesaria para conseguir unos resultados óptimos; el ahorrador responde a muchas motivaciones y debe encontrar respuestas variadas a cada una de ellas de tal forma que ningún medio quede improductivo. Los intermediarios, tanto profesionales como instituciones, deben existir en toda su variedad, ya que si esto no se produce no se podrá atender ni a la variedad de motivaciones del ahorro ni a la inmensa gama de proyectos, iniciativas empresariales o institucionales, los diversos sectores y la financiación adecuada para cada uno y en cada uno. En la variedad está la posibilidad de elección y también la competencia que en el sistema financiero es, sin duda, beneficiosa.

Sobre estos conceptos dentro del sistema financiero menor, de territorialidad, ciudadanía, órganos de decisión, dimensión y variedad, sin cifras y sin ejemplos detallados que están en la mente de todos, me referiré a grandes rasgos a la evolución de este sistema y a cómo veo las perspectivas y como éstas no me gustan diré también cómo quisiera que éstas fueran.

Siempre he pensado que el régimen anterior combatía la concentración de poderes en los llamados poderes fácticos; esto estaba dentro de su propia lógica interna. Esta tendencia, junto a la buena coyuntura económica, la apertura al exterior y la liberalización del sistema financiero, siempre dentro de un orden, dio base a que se favoreciera legal y prácticamente el principio de variedad.

Siempre dentro de una política económica intervencionista, se legisló sobre fondos y sociedades de inversión y se les dieron las bases fiscales para que proliferaran y crecieran, se autorizó el acceso de nuevas entidades al registro de bancos y banqueros, no se molestó conscientemente al sector asegurador. se pusieron las bases y cuadro legal

a las entidades de financiación al consumo, etc. La Bolsa funcionaba como sistema alternativo al crédito para que una empresa incluso mediana pudiera financiarse.

Es claro que esto pasaba en todo el país, y aquí también, pero quizás en mayor proporción que en otras zonas en cuanto a la creación de bancos, sociedades de inversión, mobiliaria. Incluso se tuvo un fondo. El Bolsín no era colocador.

Evidentemente, las entidades recién creadas habían salido de la base ciudadana y territorial por lo que, al menos en sus principios y más tarde con pocos aunque importantes pinitos en el exterior, eran intermediarios financieros con capital predominantemente valenciano, nacidos aquí, sirviendo a esta comunidad de personas. Se cumplían, pues, los principios que la variedad nos trajo de dimensión por ser de reciente creación, territorialidad, ciudadanía, y lo que es más importante, toma de decisiones valenciana.

Todo esto influyó en entidades ya establecidas y se buscaba valencianizarlas avanzándose bastante en muchos casos y, lo que es más importante, impidiendo que la tendencia contraria avanzase. Potenció el Bolsín de Valencia, que tomó una entidad importante en cuanto a contratación a nivel nacional y se dieron pasos que establecían bases para poder definir y realizar una política financiera valenciana, estudios como los promovidos por la C. A. V. a través de Prevasa, iniciativas como la presentación de una oferta llamada «valenciana» al concurso de la concesión de Autopistas del Mediterráneo, con la presencia de Alicante, Castellón y Valencia, no son sino ejemplos significativos.

Comenzó la crisis mundial, pero estas tendencias continuaron en España, aun dentro de la crisis, aunque volviendo las espaldas a la misma en los primeros tiempos de la transición.

Puede decirse que se pasaron unos momentos que si hubieran sido más largos hubieran permitido consolidar unos cauces flexibles y variados capaces de dar servicio a todo tipo de ahorro y de ofrecer alternativas de financiación a las empresas. Si la voluntad política hubiera ayudado a paliar la crisis económica. Pero la voluntad política cambió con la aparición de un personaje nefasto para el sistema financiero, me refiero a Fernández Ordóñez.

No voy a hacer la crítica al uso sobre la presión fiscal; evidentemente se debía financiar el déficit creciente en los presupuestos. Quiero hacer una crítica que aún hoy que palpamos los efectos puede parecer novedosa. Tras la palabrería de una pretendida política progresista, amparada en la idea de saneamiento, lo que realmente se ocultaba detrás de toda la política de Fernández Ordóñez era una idea de concentración y centralización.

La observación atenta y el estudio profundo, no ya sólo de su labor legislativa, sino incluso de las formas arbitrarias de solucionar crisis de entidades, nos lleva claramente a que se adoptaron las opciones siguientes: concentración en las grandes entidades de crédito del sistema financiero en su totalidad, sin contrapartida y, ¡oh ironía!, con verdaderos privilegios fiscales; eliminación de cualquier otro cauce de financiación para las empresas, con la consiguiente caída de la Bolsa, aunque para ello

fuera necesaria la elevación de los tipos de interés, que evidentemente no responde a esta sola motivación; sustitución de la renta variable por la renta fija; sustitución de las de provincias por las extranjeras.

Esto tenía sus ventajas para el señor Fernández Ordóñez: cambiar todo parecía progresista, reducir el número de interlocutores era más cómodo, centralizar fuertemente ante un proceso autonómico que se anunciaba irreversible favorecía al Gobierno; la financiación del partido parecía más fácil; el elevar las cotas de sanidad y control de intervención parecía bueno.

Esta política llevaba dentro de sí misma su propia trampa, la elevación de exigencias, la elevación de tipos de interés y la elevación de controles; aseguraba la muerte progresiva de las entidades financieras menores y de cada vez un mayor número de empresas, lo que conduce no ya al sistema financiero, sino al sistema económico en general, a un progresivo debilitamiento.

La política de UCD siguió por ese cauce, salvo algunos brotes de honestidad y declaraciones de problemas de urgente resolución por parte de Fuentes Quintana que fueron pronto alertados. En Valencia las consecuencias fueron la desaparición de casi todo lo creado nuevo y el debilitamiento de lo existente.

La ansiada obtención de la transformación del Bolsín en Bolsa llegó por obra y gracia de políticos que nos representaban en Madrid y velaban porque algo nos llegara aunque, eso sí, llegó casi a la vez que se establecía el principio de mercado único. Desgraciadamente, por el momento general, era una decisión contracorriente y no dio el fruto que en otro momento pudo tener. También se saldó con un fracaso por ir quijotesicamente contra corriente la Corporación Industrial del País Valenciano, pese a la presencia de casi todas las entidades de crédito, cámaras de comercio y gran número de empresarios de Valencia, Alicante y Castellón.

Y con esto llegamos al gobierno del PSOE y a la actualidad. La tendencia a la concentración y centralización prosigue, ahora a través de un saneamiento. ético y moral que obliga a mayores controles, auditorías e intervenciones y con una más ortodoxa financiación del déficit que conduce a una competencia entre la renta fija del Estado y sus empresas y los grandes grupos financieros y las suyas, y ya está, el resto es el sistema crediticio, cada vez más concentra- do, pero al que se le exigen contrapartidas a través de coeficientes, a través de financiación de políticas de gobierno, bien sean viviendas de P. O., bien la reestructuración industrial.

El proceso de caída de empresas continúa; parece de momento detenido el de entidades financieras tras el holocausto de Rumasa, pero esto es sólo aparentemente.

La nueva ley de coeficientes lleva la muerte de las entidades de financiación al consumo; también con la nueva legislación en proyecto caerán muchas S. I. M. El progresivo intervencionismo en el crédito no hace más que nacionalizarlo. La nueva

legislación en proyecto de entidades de seguros también suprimirá muchas de ellas, pues antes ya han sido sistemáticamente debilitadas, favoreciendo, ¡cómo no!, la concentración y con ella la centralización.

Este tiempo ha traído a Valencia como ejemplos significativos la «vinculación» oficial del Banco de Valencia al Central. La creación por la Diputación de una C. A. Los intentos de introducir se en otras de mayor envergadura. La donación del Banco de Alicante al Banco Exterior de Fernández Ordóñez no será el último. El cambio de domicilio a Madrid y Barcelona de S. I. M., gestoras y una de las dos compañías de seguros. La toma de decisión ya no es valenciana en ningún banco y en ninguna compañía de seguros a niveles ejecutivos. Es un buen cuadro, realmente queda poco para terminar.

Las perspectivas. La continuación hacia la nacionalización directa o indirecta. La continuación de la política de concentración, parando inspecciones y controles cuando se estime que el número de las que quedan ya es el bueno para nuestra competencia internacional. La intensificación de la extranjerización, bien como contrapartida de nuestra fuerte deuda, bien por nuestra entrada en el Mercado Común. Estas son las reales, y todas ellas son contrarias a la existencia de un mercado financiero valenciano.

Sin embargo, todas ellas son compatibles y pueden convivir con buena voluntad con circuitos y sistemas financieros menores, si ésta es la voluntad política y ciudadana. También podrían atisbarse datos positivos, veamos.

Sólo si el proceso de concentración continúa, los grandes grupos empezarán a temer por sí mismos, y contemplaremos una verdadera descentralización administrativa a nivel de pequeños bancos que ya no se absorben, los grandes grupos crearán su red de entidades de crédito autonómicas por si acaso. ¡Bueno es!

De alguna manera, y para que le sea más barato el financiar el déficit, el Gobierno pretenderá bajar los tipos de interés. Si este déficit se reduce y las grandes entidades de crédito cooperan para evitar la desaparición total de las empresas, lo que perjudica su cuenta de resultados, la baja del tipo de interés puede llegar a obtenerse lentamente.

Las nuevas legislaciones tienen como inconveniente el que matarán a muchos y dejarán vivos sólo a los dependientes, pero tiene como ventaja el que existirá un cuadro dentro del cual un independiente nuevo tiene la posibilidad de crear adaptado ya a las nuevas circunstancias. El problema estará en que o mucho me equivoco o todas las nuevas legislaciones llevarán con ellas problemas de dimensión que las harán inútiles, ya que sólo los grandes grupos podrán acceder a ellas, sirviendo, pues, únicamente para que, en caso de peligro, otro tipo de entidades pueda asumir la primacía dentro del sistema financiero.

Por otra parte, es de esperar que el periodo de crisis vaya poco a poco terminándose o, al menos, paliándose.

La presencia del gobierno autónomo, de alguna manera y por pura lógica, deberá luchar porque sus entidades financieras no desaparezcan, porque sirvan a su

comunidad, porque el ahorro no se les marche, porque sus empresas puedan sobrevivir obteniendo la financiación necesaria. Deberán desmarcarse de la política del Gobierno para crear un cuadro idóneo en el que de nuevo pueda proliferar la variedad, en la dimensión de la nación autónoma, con su territorialidad y su ciudadanía y con la toma de decisión en sus hombres.

El cambio de hombres puede sustituir la concentración y la centralización. El ejemplo está en que los bancos que han sido reflatados con el dinero de todos para luego pasar a la órbita de un extranjero o de un grande hubiera igualmente podido pasar a manos de un equipo de gestión formado por hombres idóneos. El que estos hombres sean funcionarios o empresarios, para entendemos, es decisivo a favor de la variedad que, como hemos visto, está en la base del sistema financiero democrático.

El Consell puede estudiar, contrastar, definir y dar cauce a un «sistema financiero valenciano» de verdad con sus signos de identidad y sus peculiaridades propias.

Es una larga tarea en la que es necesaria la colaboración de los implicados y el que se participe en ese deseo. Es posible, pues no requiere gran autonomía legislativa, es más un problema de hechos, formas y presencias, y sobre todo convicciones en cuanto a hacer trascender la idea política de que existe una verdadera identidad distinta que requiere un sistema financiero por lo tanto distinto.

Sólo si esta idea se potencia y se hace cierta, y sólo si luego se consigue hacerla trascender, se puede conseguir que un ahorrador a igualdad de circunstancias ahorre valenciano porque le sirve más y porque se le presentan variedades de ahorro más cercanas a sus necesidades y a su manera de ser y de pensar. Si esto se consiguiera el resto vendría por añadidura.

En todo caso, no sustituye nada, y por lo tanto es un camino que merece la pena que se recorra, y para ello merece la pena que se inicie; todo lo que se haga con acierto permanecerá y dará servicio.

Quiero decir por último que aunque se me presenta como miembro del Consejo de Administración del Banco de Valencia, que lo soy, en ningún caso lo represento aquí ni en ningún otro lugar, y por lo tanto todo lo dicho aquí, así como lo que pueda decir en adelante, debe de tomarse a título estrictamente personal y no representativo.

## **BORSA y ECONOMIA REGIONAL/4**

*Alvaro Faubel*

Buenas tardes, señoras y señores:

Permítanme que comience mi exposición manifestándoles que al tener que tratar el tema de «La Bolsa y la financiación de la pequeña y mediana empresa valenciana», no puedo sustraerme de la sensación de que me ha tocado bailar con la más fea.

Trataré de explicarme. Si para la gran empresa el acceso al mercado bursátil puede representar una fuente genuina de recursos financieros que le permita reducir su quizá excesiva dependencia de las entidades de crédito y ahorro, para la pequeña y mediana empresa esta posibilidad de financiación es, hoy por hoy, algo poco menos que imposible. Pretender lo contrario podría constituir un grave error.

Y el porqué de ello hay que buscarlo en la propia esencia de lo que es una pequeña y mediana empresa. Sin ánimo de cansarles con definiciones, que estoy seguro habrán oído infinidad de veces, creo que conviene recordar una vez más que, de acuerdo con criterios generalmente aceptados, o por lo menos aquellos que sirven de base para los informes de la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial, así como para los Exámenes Económicos Financieros de la Empresa Española, que publica periódicamente la Asociación para el Progreso de la Dirección, toda aquella empresa que tenga más de 500 millones de pesetas de recursos propios y un volumen de ventas superior a 1.000 millones de pesetas es considerada como grande. O, en otras palabras, que somos pequeños o medianos todos los demás, es decir, el 87% de las empresas españolas.

Pues bien, ¿cuántas de estas empresas, que por otra parte son las culpables de la generación del 71% del Producto Interior Bruto de este país, tienen un capital social mínimo de 200 millones de pesetas, sin que ningún accionista posea una participación igualo superior al 25%, siendo a su vez el número de accionistas superior a 100, y han sido capaces en los dos últimos ejercicios de repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado? No tengo datos para responder a esta pregunta, aunque me temo que no sean muchas. Si esto es así, es evidente que las propias exigencias del

mercado bursátil, o al menos tal como las entiende el legislador y como las refleja en la introducción al Real Decreto 1.536/1981, de 13 de julio, excluyen a un importante número de empresas pequeñas y medianas.

¿Quiere esto acaso decir que un gran número de pequeñas y medianas empresas no son lo suficientemente sórdidas para merecer la confianza del mercado inversor, o, quizás, que los parámetros de «seguridad» que recoge el artículo 32.1 del Decreto 1.536/81, y que hemos enumerado más arriba, no son los más idóneos para reflejar la eficacia de la gestión empresarial, y por lo tanto, la solidez y confianza de y en una empresa?

Creo que en este sentido las modificaciones que introduce el Decreto 1.536/81 en el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio de 1967 se queda en un plano quizás demasiado formal, tratando de definir una serie de parámetros encaminados casi exclusivamente a dar garantías y facilidades a los inversores, como si la esencia de la creación de riqueza fuese sólo patrimonio del aportador de recursos financieros.

Para crear riqueza hace falta, en mi modesta opinión, aparte de capital, algún espécimen de esa «rara avis» que podemos catalogar como empresario, y aunque a algunos nos cueste aceptarlo, es sólo en las empresas donde se genera la riqueza; o en otras palabras, como dijo un viejo filósofo, «pecunia pecuniam parere non potest», es decir, «el dinero no.pueae parir dinero».

Es, pues, el propio sistema el que de alguna forma establece unas normas que excluyen automáticamente a una fuente importante de generación de riqueza, como son las pequeñas y medianas empresas, quizás porque para su funcionamiento ha tenido que partir de criterios «oficialistas», en un país en el que, como es sabido, nos caracterizamos o bien por el retraso en que el legislador se da cuenta de los hechos, o por su total alejamiento de la realidad cotidiana; y prueba de ello lo constituye el lamentable estado en que se encuentran multitud de empresas, que hoy por hoy siguen manteniendo la «cotización calificada» cumpliendo todos aquellos requisitos encaminados exclusivamente a dar confianza al inversor. Ahí están sino algunas importantes empresas del país y algún banco, que tuvo su cuna precisamente en nuestra f región, cuya cotización media del último trimestre de 1981 fue de 261 enteros y por el que acabó pagándose a una peseta la acción.

Siguen, pues, de alguna forma vigentes las circunstancias que ya apuntó hacia mayo de 1980 don Salvador Calomarde, en una magnífica conferencia que nos ofreció en la Confederación Empresarial Valenciana bajo el título «El Mercado de Valores, alternativa para la financiación empresarial!»; es decir, que siendo el mercado de valores un elemento más del sistema financiero, éste sólo ha sido capaz de aportar el 10% aproximadamente del total de la financiación externa facilitada al sector privado de la economía española. El otro 90%, bien directa o indirectamente, sigue correspondiendo



al subsector crediticio.

Independientemente de la conveniencia o no de que el inversionista pueda acceder directamente, vía mercado de valores, a la colocación de sus recursos en las empresas, y que la normativa legal ofrezca o no las condiciones adecuadas para que dicho trasvase de recursos se pueda realizar con las máximas garantías, conviene analizar aunque sea brevemente los motivos del enorme desequilibrio en favor de las entidades crediticias.

Así pues, si creemos que la causa de la prácticamente nula participación del mediano empresariado en los mercados de valores como vía de financiación para sus empresas se puede atribuir a la tortuosidad reglamentaria que la Administración impone a los mercados de valores, es precisamente por la razón contraria por lo que las entidades crediticias son capaces de atribuirse el 90010 de la financiación al sector privado. Es precisamente esa agilidad que caracteriza y diferencia a la iniciativa privada del sector público la que ha permitido a ésta asumir riesgos, a veces incluso superiores a los que soportan los propios accionistas.

Como paso previo, estas entidades realizan con sus propios medios estudios de la empresa generalmente más exhaustivos que los que pueda realizar cualquier inversor privado, y que yo sepa en ningún caso suele ser ni el capital ni su distribución un factor absolutamente decisivo.

Algunos de ustedes me dirá, sin embargo, que las empresas que cotizan en bolsa están obligadas a facilitar dichos estudios por sí mismas y de una forma periódica a las Bolsas Oficiales de Comercio, con lo que en principio se con- : seguiría el mismo efecto, lo que básicamente es correcto, con la pequeña ' salvedad de que en el caso de proporcionar uno mismo la información, es inevitable cierta subjetividad, de la que por otra parte adolece la información elaborada en base a criterios externos a las empresas.

No trato con esto de apuntar que para la pequeña o mediana empresa pueda un sistema de financiación crediticia ser ni menor ni peor que un sistema, llamemos bursátil, sino tan sólo que, mientras las Bolsas Oficiales de Comercio, y esta sería la idea central de mi exposición, que quisiera hacerles llegar a ustedes evitando cualquier posible errónea interpretación de mis palabras, no sean capaces de transmitir al legislador la realidad de la pequeña y mediana empresas, enfocando reglamentariamente la financiación de las mismas a través de las Bolsas de Comercio, con la agilidad que en la mayoría de las ocasiones caracteriza a la iniciativa privada, éstas, es decir, las pequeñas y medianas empresas, no acudirán al mercado bursátil como fuente alternativa para su financiación.

Hago votos para que esta situación pueda cambiar en un futuro próximo. Tengo incluso entendido que nuestros vecinos del norte llevan algún tiempo estudiando la posibilidad de crear un tipo de bolsa paralela capaz de canalizar las aspiraciones precisamente de pequeños y medianos empresarios. Esperemos que este intento fructifique, por cuanto significaría que, de ser viable, acabaría introduciéndose con toda probabilidad también en nuestra Bolsa.

No quiero, sin embargo, ser pesimista, aunque creo que debo manifestar las pocas esperanzas que como mediano empresario tengo de que una idea como esa pueda ser sacada adelante. Básicamente porque toda transformación o innovación exige unas condiciones de entorno determinadas que en mi opinión hoy por hoy no se dan. De no ser así, y sólo a título de ejemplo, cómo puede sino seguir vigente ese «extraordinario» impuesto sobre el patrimonio de las personas físicas que parece, en su concepción actual, ser fruto de una mente casi vengativa contra el empresariado no bursátil, al que se le hace tributar sobre el valor contable de su empresa, al que se le penaliza por ahorrar y para el que invertir, o acogerse a una Ley de Actualización de Presupuestos, llega a ser una decisión de tipo fiscal y no empresarial.

Si esto todavía no está resuelto, ustedes me dirán para cuándo cabe esperar que el legislador resuelva el problema de las vías de financiación alternativas de las pequeñas y medianas empresas, mientras bancos comerciales e industriales, eléctricas y monopolios, continúan con el 76% de la capitalización bursátil, tal como ocurrió durante 1982.

Hasta ahora hemos pensado en términos de financiación bursátil, refiriéndonos casi exclusivamente a un sólo tipo de activo, las acciones, cuando la realidad es que han ido surgiendo una serie de activos que podrían encuadrarse dentro del capítulo de renta fija no tradicional y que permite el acceso de las empresas al mercado bursátil reduciendo la posibilidad de perder el control de la empresa.

Dejando a un lado aquellas que por sus características son atribución exclusiva del Estado, quedan para la mediana empresa dos posibilidades: los bonos y los pagarés.

Si la empresa tiene un patrimonio suficiente que permita garantizar mediante una hipoteca inmobiliaria una emisión de como mínimo 100 millones de pesetas, podrá tratar de salir al mercado colocando una emisión de bonos como posibilidad de financiación a medio plazo. De estar la empresa respaldada por un gran prestigio y solvencia podría intentar competir en el mercado de pagarés de empresa, que salen sin garantía bancaria ni hipotecaria, con emisiones cuya contratación se realiza mediante un sistema de subasta y vencimientos normalmente inferiores o iguales a un año.

En ambos casos ha de salir al mercado en claras condiciones de inferioridad, no tanto frente a otras empresas de capital privado, sino frente al sector público, que goza de una serie de prebendas de tipo fiscal con las que resulta imposible competir, llegándose a situaciones de verdadera competencia desleal, dado que se da la paradoja de que es la propia empresa la que a través de la vía impositiva está subvencionando las desgravaciones o sobre tipos con los que tienen que competir en la captación de recursos.

Contrariamente a lo ocurrido en el mercado de acciones donde se observa año tras año un mayor desinterés por parte de los inversores, cuantificable a través de los volúmenes de contratación, el mercado de renta fija ha sabido interpretar las aspiraciones de los inversores y canalizar recursos nada despreciables hacia activos de capital no riesgo, principalmente del Estado, con lo que en definitiva se han drenado del sistema cuantías importantes para la financiación de las empresas.

Es, pues, en este caso la vorágine del déficit presupuestario la que está evitando que un sistema de financiación empresarial, cumpla su misión, ya que de no haber sido por las circunstancias actuales que atraviesa la política económica del país, las pequeñas y medianas empresas podrían estar financiándose directamente en el mercado de inversiones.

Mientras tanto, señoras y señores, no tenemos otro remedio que aguantar y esperar, me imagino que como la mayoría de españoles, aun con la triste secuela de frustraciones que ello implica. Tendremos que seguir los pequeños y medianos empresarios acudiendo a las fuentes tradicionales de financiación en el sub sector crediticio y nos diremos esperanzados aquello de «Utinam yates falsus sim», es decir, ojalá haya predicho el futuro mal.  
Gracias por su atención.

## **BORSA y ECONOMIA REGIONAL/5**

### ***Ventura Simarro***

Según sus diversas fuentes, el ahorro puede orientarse a inversiones obligatorias que afectan a sociedades que han de cumplir determinados requisitos legales y al ahorro procedente principalmente de la renta no consumida por las personas físicas, que buscan en su inversión determinadas ventajas de tipo económico y fiscal.

Aun cuando la inversión en valores mobiliarios es conocida desde hace muchos años, se ha observado tradicionalmente la falta de información en los ahorradores, estimulados en muchas ocasiones por impulsos emotivos que los han llevado a conseguir resultados no previstos, en sentido positivo rebasando incluso sus cálculos iniciales, o a estrepitosos fracasos, que los han dejado sumidos en la mayor decepción.

Ultimamente hemos asistido a dos hechos diametralmente opuestos que justifican los resultados para distintos tipos de inversores. La evolución de la cotización al final de la década de los 60 y principios de la del 70 y la crisis iniciada en 1974.

En el período comprendido entre 1964 y 1972, el volumen contratado en Bolsa registró un incremento del 321 %10, mientras que la oferta solamente se había duplicado en el mismo período. Es decir, los incrementos de la demanda superaron claramente a los de la oferta, lo que incidió decisivamente en las cotizaciones.

La rentabilidad de las acciones estaba muy por encima de la rentabilidad empresarial y ofrecía a los ahorradores unos rendimientos superiores a los derivados de otras inversiones alternativas. La causa principal de ello radicaba fundamentalmente en las frecuentes ampliaciones de capital que proporcionaban unos elevados «dividendos» complementarios por la venta de derechos de suscripción.

A su vez, la especulación jugó un papel importante en cuanto a incrementar el volumen de contratación e influir poderosamente en la elaboración de los cambios. Hay que tener en cuenta que la especulación tiene un preciso significado económico y su misión es la de activar los intercambios, manteniendo viva la oferta y demanda de valores mobiliarios. Si los intercambios se limitasen a los contratos de inversión y

desinversión duradera y si existiese un equilibrio constante entre las ventas y las adquisiciones definitivas, difícilmente las peticiones opuestas podrían encontrar una rápida contrapartida.

A partir de 1974, gran número de inversores, sobre todo, los que habitualmente adquirirían valores de renta variable, se fueron volviendo más escépticos, buscando refugio en emisiones de renta fija, que les pudiera proporcionar, al menos, más estabilidad en los cambios. La renta variable ve caer sus cotizaciones y queda reservada ya a inversores más iniciados que observan cómo, a medida que compran más barato, perciben mejor rendimiento, vía dividendos, en la medida que las sociedades estén en condiciones de seguirlos pagando.

Las ampliaciones de capital van espaciándose paulatinamente, en parte por la dificultad que supone dotar a mayor número de acciones a un importe constante en los dividendos a repartir. Además, ciertos sectores ven mermados sus beneficios y tienen que dejar a sus accionistas sin rentabilidad directa.

En otro sentido, al alcanzarse cotizaciones por debajo de la par para la mayoría de los grupos, el desembolso que habría que solicitarse tendría que ser complementado con determinadas reservas, con lo que se dejaría incompleta una de las funciones más importantes de la Bolsa, como es la financiación de las empresas vía ampliación de capital.

Ante esta situación, la actividad bursátil languidece y el volumen de contratación ha decrecido de manera considerable, pero como la capacidad de ahorro persiste, aun en niveles inferiores, la inversión acoge de buen grado la presencia de nuevos activos financieros, que bajo la forma de renta fija, van apareciendo.

Se suceden las emisiones de Deuda Pública para financiar parte de los Presupuestos Generales del Estado. A corto plazo bajo la modalidad de Pagarés del Tesoro y a largo mediante Deuda Amortizable.

Coincidiendo con la conversión del antiguo Bolsín en Bolsa, se inaugura en Valencia el mercado de letras, al que concurren bancos nacionales y algún extranjero, subastando efectos con intereses anticipados, con lo que se ofrece otra alternativa de inversión. Un ruego del Banco de España a la banca privada, alegando un control más eficaz en el flujo monetario, tiene interrumpido este mercado desde hace unos meses.

Se autoriza la concurrencia de bancos extranjeros, primero a las subastas de letras y posteriormente a la emisión de pagarés, también subastados en Bolsa, en competencia con otras empresas para estatales, que igualmente ofrecen rendimientos

interesantes.

Sentadas las bases de lo que es la Bolsa en Valencia y su evolución histórica desde el antiguo Bolsín y los rasgos más característicos de la empresa valenciana, es preciso recalcar que nuestro mercado bursátil tiene unas dimensiones muy reducidas, determinadas principalmente por dos hechos: escaso número de sociedades que cotizan y bajo nivel de contratación.

De cara a la empresa, el mercado de valores se caracteriza, además, por una concentración sectorial de la utilización del mercado, en beneficio de la gran empresa, en detrimento de la mediana, que desconoce el mercado de valores. En este sentido, hay que destacar que el número de empresas que han accedido a la Bolsa, no está en proporción con el desarrollo de nuestra Comunidad.

La situación actual para el ahorrador es que se le están ofreciendo activos financieros de alta seguridad, sin oscilaciones -o muy poco sensibles- en los cambios, con rentabilidades superiores al crecimiento previsto en los precios al consumo y con ventajas fiscales atractivas de cara al Impuesto General sobre la Renta.

Coinciden opiniones muy autorizadas en que la Bolsa actualmente está infravalorada, con perspectivas de crecimiento, teniendo en cuenta los cambios que se registran, pero también es cierto que buena parte del ahorro susceptible de invertir, lo absorben los productos comentados anteriormente.

Las medidas que cabría tomar para que la Bolsa de Valencia adquiriese la dimensión que merece, tendrían que ir encaminadas a conseguir el acceso de mayor número de sociedades al mercado. En tal sentido, las sociedades deben ofrecer lo que en el mundillo bursátil califica a un buen valor: seguridad, rentabilidad y que la liquidez sea real, fruto de operaciones contratadas según la ley de la oferta y la demanda, sin caer en la tentación habitual de aplicaciones a cambios más o menos convenidos.

Como en las actuales circunstancias no es fácil encontrar empresas que por sí solas puedan acceder a la Bolsa, cabría pensar en nuevas medidas que estimularan la concentración empresarial, con el fin de adquirir la dimensión suficiente que les permita su acceso a este mercado.

En otro sentido, al ahorrador han de ofrecérsele estímulos suficientes para que sus inversiones sean remuneradas directa o indirectamente. Directamente a través de las rentas que le proporciona la propia inversión por medio de intereses, dividendos, etc., e indirectamente por el tratamiento fiscal que la Administración puede ofrecer como aliciente al ahorro canalizado a través de la Bolsa.

Las medidas previstas en los Presupuestos Generales del Estado para 1984 frenarán sensiblemente el estímulo inversor, comparándolo con los vigentes. En el capítulo de rendimientos de capital a través de dividendos, que es la vía normal de rentabilidad para miles y miles de accionistas, se eleva del 16 al 18% el tipo de retención y, por otro lado, se reduce del 15 al 10% las deducciones en la cuota por los dividendos cobrados de la mayor parte de las sociedades.

## **BORSA 1 ECONOMIA REGIONAL/6**

*José Miguel Carcelén*

Es un gran honor para mí que mi reencuentro con mi ciudad natal en el primer acto público al que asisto como director general de Política Financiera de la Generalidad tenga un marco tan entrañable como la Real Sociedad Económica de Amigos del País. Mi respeto y admiración por esta entidad dos veces centenaria se acrecienta ante la labor llevada a cabo por los socios actuales y especialmente por el equipo directivo que ha adaptado las nobles aspiraciones de siempre a la urgencia de los temas de hoy, haciéndola renacer de sus cenizas vigorosa y renovada para acometer las labores de promoción que siempre fueron su norte. Como profesional de la Economía y como representante de la Generalidad Valenciana quiero hacer patente mi agradecimiento por la labor realizada y poner de relieve mi confianza en la futura trayectoria de la Real Sociedad Económica de Amigos del País como avanzada de la cultura y el progreso de la Comunidad Valenciana.

También quiero dejar patente mi reconocimiento a la Asociación Valenciana de Ciencia Regional que ha colaborado en la convocatoria de este coloquio como pionera y adelantada en los temas regionales y cuyo desbroce previo está permitiendo una construcción más racional del Estado de las Autonomías.

Tras esta introducción obligada de agradecimiento y salutación voy a intentar centrar en breves palabras las posibilidades existentes, hoy por hoy, de que la bolsa suponga un apoyo real a la política económica regional.

Existen una serie de características generales y comunes a las bolsas españolas por las que estas instituciones están básicamente orientadas hacia la financiación del sector público y de las grandes empresas quedando las de pequeña y mediana dimensión a expensas de los fondos facilitados por las entidades de crédito. Esta situación que no permite una diversificación de las fuentes de financiación y que encarece los recursos ajenos es particularmente grave en el ámbito de la Comunidad Valenciana debido a las características específicas de su tejido económico.

El acceso de las pequeñas y medianas empresas, que son mayoría en la Comunidad, a la financiación vía mercado de valores no se ve favorecida por la

legislación vigente. De hecho, las limitaciones impuestas a las empresas privadas como la tenencia de un capital social mínimo de doscientos millones de pesetas o en el caso de obligaciones de cien millones de pesetas para que las emisiones de renta variable y fija sean consideradas por la Junta Sindical de cotización oficial o calificada frena en la práctica el acceso de las mismas a dicho mercado. Por otra parte, la existencia de un ágil mercado secundario es un elemento decisivo para el ahorrador potencial que tiene en cuenta de manera preferente la liquidez de los títulos ofrecidos.

La falta de solidez de las PYMES valencianas debida al bajo nivel de autofinanciación, que las hace totalmente dependientes de los apoyos a corto plazo proporcionados por el sistema crediticio, a la inestabilidad de sus ventas futuras y a su baja relación capital-trabajo sujeta a la competencia de los nuevos países industriales por la escasa presencia de sectores de alta tecnología, es el factor que determina la falta de financiación de las mismas vía mercado de valores tanto por el grave riesgo que comporta como en el tipo de inversor que acude a dicho mercado.

La Bolsa de Comercio de Valencia creada en el mes de octubre de 1980 fue el resultado de un largo proceso de peticiones reiteradas al Gobierno central para lograr la consolidación de un mercado de valores en el que figurasen en lugar destacado los títulos regionales. Pero los hechos han demostrado que, dentro del mercado Secundario de valores que es la función principal de la Bolsa, casi la totalidad de las transacciones de los títulos de 'renta variable pro- ceden de los grupos eléctrico y bancario de nula incidencia regional.\*

Dentro del mercado secundario de renta fija, el nivel de contratación de bonos y obligaciones es escaso, siendo el de pagarés bancarios y de empresa un poco mayor pero poco significativo respecto al de acciones. Tanto en un caso como el otro, el papel contratado proviene de empresas situadas fuera del marco regional.

Esta misma característica se observa respecto al mercado primario de valores que tiene un reducido papel dentro de la Bolsa a excepción de las emisiones de pagarés de empresa que están en pleno auge por sus condiciones de rentabilidad, liquidez y escaso riesgo. Lo limitado de las ampliaciones de capital llevadas a cabo en estos últimos años se debe tanto al coste que supone para algunas empresas como a la escasa aceptación del nuevo papel por la elevada prima de riesgo que representa. La exigüidad de los cupos de emisiones de obligaciones y bonos ofertados a través de los circuitos de la Bolsa de Valencia se debe a dos tipos de factores: el primero se refiere al papel de la Banca cada vez más relevante en el mercado de emisiones gracias a la red de oficinas que cubre el territorio de la Comunidad, concentrando las operaciones en la Bolsa de Madrid y en algún caso en la de Barcelona. El segundo es que, siendo los suscriptores/finales generalmente personas físicas, las instituciones financieras con sede en la Comunidad actúan preferentemente en las bolsas de Madrid o Barcelona.

El papel creciente de la banca en la mediación de valores a través de sus clientes



ha incidido también en el desplazamiento del mercado secundario valenciano hacia los ámbitos de contratación madrileño y barcelonés. En efecto, la similitud del papel negociado o emitido aquí con el de las otras bolsas debido al escaso peso, entre los valores negociados o emitidos, de los correspondientes a empresas de carácter autóctono, junto a la configuración de la Bolsa como un mercado de compradores particulares cuya contrapartida procede fundamentalmente de las carteras de valores de Instituciones financieras foráneas, hace concluir que la Bolsa de Valencia no representa un cauce de financiación totalmente-válido para la empresa valenciana y, por tanto, no significa un apoyo claro para el desarrollo económico de la Comunidad. Se trata de un mercado donde el ahorro valenciano va a parar a las instituciones financieras foráneas en el caso del mercado secundario y asimismo a empresas con sede social en otras zonas del Estado en el primario.

La financiación neta en la Comunidad Valenciana vía emisiones de renta fija en 1982 obtenida tanto a través de la Bolsa de Valencia como de otros intermediarios financieros como bancos y cajas de ahorro representó el ocho por cien del volumen global español, mientras el de los valores colocados en la Comunidad era de alrededor del nueve por cien.

Como en la financiación a la Comunidad se han imputado las cantidades destinadas a empresas foráneas ubicadas en la misma, el *gap* entre la financiación a las industrias autóctonas vía renta fija y el volumen de recursos captados en la Comunidad para dicho mercado es mucho mayor de lo reflejado en las cifras anteriores.

Por otra parte, la salida de recursos generados en la Comunidad hacia otras áreas geográficas no es un fenómeno que se da solamente a través de la Bolsa de Valencia, sino a nivel global del Mercado de valores en la Comunidad.

Frente a este panorama tan poco favorable, las competencias directas de la Generalidad Valenciana respecto a la Bolsa de Comercio y Colegios de Corredores de Comercio se limitan a lo expresado en el artículo treinta y tres del Estatuto de Autonomía. En él se indica que corresponde a la Generalidad el nombramiento de agentes de cambio y bolsa y corredores de comercio y la intervención, en su caso, en la delimitación de las demarcaciones correspondientes.

Resulta ocioso el tratar de basar una política de reforma y revitalización del mercado bursátil en las atribuciones mencionadas por lo que la actuación de la Generalidad únicamente puede adoptar vías indirectas para tratar de mejorar la situación actual.

El Decreto de computabilidad de las emisiones de renta fija realizadas por empresas privadas autóctonas en el coeficiente de fondos públicos de las Cajas de Ahorro aunque significa la creación de un circuito alternativo a la Bolsa de Comercio puede paliar la exigua presencia de este tipo de empresas en el mercado de valores. Por medio de este mecanismo la Generalidad Valenciana va a intentar realizar la apertura del mercado de renta fija a las empresas o sectores que por sus capacidades de potenciación, de generación de puestos de trabajo o de innovación estén dentro de las líneas de actuación de la programación económica regional.

La emisión de Deuda Pública por parte de la Generalidad Valenciana constituye asimismo un mecanismo de captación del ahorro de la Comunidad para poder realizar una serie de inversiones de apoyo a las empresas valencianas e incluso de subvención o préstamo directo. En su forma de deuda computable.

En los coeficientes de las Cajas de Ahorro y cooperativas de crédito, aunque signifique la desaparición de la intermediación de la Bolsa al tratarse de un circuito privilegiado, representa la dedicación de un ahorro ya previamente captado por los intermediarios financieros a la creación de riqueza en la Comunidad. En el caso de que la deuda se emita al mercado libre, el papel de la Bolsa de Comercio es fundamental, tanto en el aspecto de la suscripción como en lo referente al mantenimiento de un mercado secundario que asegure la liquidez. Las emisiones de deuda pública de la Generalidad pueden ser el primer paso para la creación de un mercado autóctono de valores en la Comunidad Valenciana que sirva para canalizar su propio ahorro hacia las necesidades de su desarrollo.

Por otra parte, la creación del Instituto de la Pequeña y Mediana Industria de la Generalidad Valenciana (IMPIVA) en cuanto que se propone el «facilitar y contribuir a la financiación de la pequeña y mediana empresa valenciana mediante todo tipo de actividades encaminadas a establecer nuevos canales de financiación o garantía», supone la posibilidad de actuación respecto a los mercados de valores.

EL IMPIVA puede aplicar ciertas técnicas para ello, como garantizar un dividendo mínimo durante los primeros años de vida de las empresas promocionadas, con lo cual facilitará su cotización en Bolsa, y, por tanto, su adquisición por los particulares. Otra posibilidad sería la de emitir empréstitos colectivos o sindicados garantizados por el IMPIVA que consigan dotar de fondos ajenos a una serie de empresas que por su tamaño y características nunca podrían dirigirse de manera directa a los mercados bursátiles. Para mantener la liquidez de los títulos podría pensarse en la creación de un mecanismo de contrapartida arbitrado por el propio Instituto o por la Generalidad.

Como conclusión de esta breve intervención puede afirmarse que debido a una serie de defectos institucionales y a la peculiar composición del tejido industrial valenciano, la Bolsa de Valencia no proporciona financiación a las empresas de la Comunidad en los términos que serían deseables para lograr una capitalización adecuada.

Las escasas facultades atribuidas a la Generalidad Valenciana al respecto, no permiten llevar a cabo la reforma institucional que sería necesaria para que la Bolsa constituyese un apoyo financiero eficaz para las empresas de la Comunidad.

En ausencia de esta posibilidad, la actuación del Gobierno valenciano debe basarse en medios indirectos como el coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorro y cooperativas de crédito y la emisión de Deuda Pública de la Generalidad.

La creación del IMPIVA abre nuevos caminos a la posibilidad de realizar un apoyo a las empresas para que puedan acceder a los mercados de valores y obtener una financiación más adecuada respecto a plazos y tipos de interés que apoye su crecimiento y expansión.

Para finalizar, diré que esperamos lograr unos términos de estrecha colaboración entre la Bolsa y la Generalidad para un mejor funcionamiento del sistema financiero regional. En concreto y como principio del posible marco de relaciones, la Bolsa de Valencia podría elaborar las estadísticas y los estudios de costes en las emisiones de deuda pública a emitir por la Generalidad.

\* La empresa Hidroeléctrica Española puede considerarse parcialmente valenciana no sólo por el consumo o producción de energía sino por la proporción de accionistas dentro de su capital. No obstante, esta empresa no puede ser calificada de regional en puridad porque parte de los centros de producción se hallan en otras comunidades autónomas y asimismo los servicios centrales.