

BANCO DE ESPAÑA
central de balances

Estudio comparado de las empresas
industriales francesas y españolas
(1991-1999)

Estudio conjunto Banco de España / Banco de Francia

BANCO DE ESPAÑA

central de balances

Estudio comparado de las empresas industriales francesas y españolas (1991-1999)

*Estudio conjunto Banco de España / Banco de Francia,
coordinado por Annie Sauvé y Manuel Ortega*

Con las contribuciones de Concepción Artola, Ana Esteban, Ignacio Hernando, Manuel Ortega, Annie Sauvé, Teresa Sastre, André Tiomo y Alain Tournier, que representan las opiniones personales de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista del Banco de Francia y del Banco de España

Edición española de la versión inglesa publicada en octubre de 2002

Esta monografía de la Central de Balances se compone de un texto principal y dos grupos de anexos:

- Texto principal: *Introducción y capítulos I a IV.*
- Anexos: *Factores institucionales.*
- Anexos estadísticos (solo disponibles en www.bde.es).

Los cuadros y gráficos más relevantes de los anexos estadísticos se incluyen también en el texto principal, manteniendo, no obstante, la numeración que les corresponde en los referidos anexos.

El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red INTERNET
en la dirección <http://www.bde.es>

ÍNDICE

	<u>Páginas</u>
TEXTO PRINCIPAL	
INTRODUCCIÓN GENERAL	7
<i>Capítulo I.</i> LAS ECONOMÍAS FRANCESA Y ESPAÑOLA: UNA PERSPECTIVA MACROECONÓMICA	
1. Introducción	19
2. Crecimiento y cambio estructural	19
3. Comercio exterior	21
4. Ahorro, inversión y financiación	22
5. Mercado de trabajo	26
6. Costes y precios	30
7. Condiciones monetarias y financieras	33
<i>Capítulo II.</i> CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS CENTRALES DE BALANCES DEL BANCO DE FRANCIA Y BANCO DE ESPAÑA. POBLACIÓN Y MUESTRAS	
1. Características generales de la Central de Balances del Banco de Francia ..	41
2. Características generales de la Central de Balances del Banco de España ..	49
3. Las poblaciones empresariales francesa y española	55
4. Características y cobertura de las muestras de las centrales de balances francesa y española	57
5. Aspectos metodológicos de este estudio	60
<i>Capítulo III.</i> ESTUDIO COMPARADO DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES FRANCESAS Y ESPAÑOLAS A PARTIR DE SUS ESTADOS CONTABLES	
1. Análisis de la estructura de los balances. 1991-1999	71
2. Análisis de los resultados. 1991-1999	101
<i>Capítulo IV.</i> RESTRICCIONES FINANCIERAS E INVERSIÓN EN FRANCIA Y ESPAÑA: UNA COMPARACIÓN BASADA EN DATOS INDIVIDUALES DE EMPRESAS	
1. Introducción	121
2. Inversión, financiación e información asimétrica: consideraciones teóricas ..	122
3. El modelo de inversión	127
4. Las muestras: estadísticos descriptivos	130
5. Resultados	132
6. Conclusiones	138

ANEXOS: FACTORES INSTITUCIONALES

I. Fundamentos del crecimiento económico	143
II. Mercado de trabajo	155
III. Arrendamiento financiero	171
IV. Sistemas financieros	179
V. Ley concursal	229
VI. Fondos de pensiones y otros sistemas de ahorro de los empleados	243
VII. Contribuciones a la Seguridad Social	255
VIII. Impuestos que recaen en las empresas	269
BIBLIOGRAFÍA	285

ANEXOS ESTADÍSTICOS (solo disponibles en www.bde.es)

INTRODUCCIÓN GENERAL

Todos los gráficos y cuadros de este estudio se integran en un anexo estadístico que se distribuye separadamente en la Red (www.bde.es). Este capítulo incluye los más relevantes, manteniendo la misma numeración que en el anexo estadístico, lo que explica los saltos de numeración existentes.

I. NECESIDAD DEL ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES EUROPEAS

El siglo XX, como también ocurre con los que le han precedido, está repleto de hechos tan significativos que difícilmente se puede llegar a un acuerdo sobre cuál es el fenómeno que mejor caracteriza el devenir de los cien años que lo completan. A pesar de ello, y desde la nueva perspectiva del siglo en el que se elabora este documento (marcado por las tecnologías de la información y las comunicaciones), no sería extraño destacar, en el terreno económico, *la importancia trascendental que la industria ha tenido en el siglo que acaba de concluir*. La simple comparación de la vida diaria de los ciudadanos entre 1900 y 2000, y la de las sociedades en las que estos se organizan, ofrece evidencias claras del impacto que la actividad industrial ha tenido en el período referido. El avance del siglo ha visto la paulatina traslación de la población de los campos a las ciudades y, paralelamente, de las actividades agrícolas y ganaderas a las industriales, para, posteriormente, pasar de estas a las de servicios. La lenta pérdida de peso de las actividades industriales en beneficio de las de los servicios en el total de las economías más avanzadas a lo largo de los últimos decenios no reduce la importancia de aquellas, dada la interrelación que se mantiene entre ambas y *la alta significación del estudio de la actividad industrial en el desenvolvimiento del ciclo económico*. Adicionalmente, las actividades industriales han sido las que se han visto más afectadas por el proceso de apertura de las economías nacionales hacia el exterior y, con ello, las que se han enfrentado, en primera línea, a los retos que la competencia y la globalización de los mercados imponen a las estructuras empresariales, en términos de costes, márgenes y precios y, en definitiva, en términos de generación de empleo y de competitividad.

Ese cambio y ese reto han sido de capital importancia en el ámbito geográfico europeo. En la última parte del siglo, en él se ha dado, con carácter diferencial respecto de otras áreas económicas, un proceso de construcción de un mercado único, que cristaliza finalmente en la creación de una moneda común. Todo ello justifica sobradamente el interés por conocer detalladamente la evolución de las empresas industriales europeas, tanto desde una perspectiva agregada y macroeconómica como desde otra microeconómica o empresarial. La realización de este tipo de análisis es factible con la información individual de las empresas industriales disponible en las centrales de balances europeas, en el marco establecido por el Comité Europeo de Centrales de Balances (CECB), desde su constitución en 1987. La experiencia previa, derivada de la creación y uso del proyecto BACH (1), puso de manifiesto los problemas de falta de homogeneidad en la información contable europea, alentando la realización de estudios comparados entre sus países miembros, con una base metodológica diferente de aquel. Los documentos «Equity of European

(1) El proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) fue promovido por la Comisión Europea. En él participan las centrales de balances o servicios estadísticos homólogos de los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón.

Industrial Corporations. CECB, 1997» y «Corporate Finance in Europe from 1986 to 1996. CECB, 2000» investigaron las diferencias en el nivel de capitalización de las empresas manufactureras alemanas, austriacas, francesas, españolas e italianas, y su relación con los activos en los que invierten las empresas. Los trabajos referidos pusieron de manifiesto la importancia de analizar, conjuntamente con las cuentas anuales de las sociedades no financieras disponibles, la información del escenario económico, relevante para explicar las diferencias encontradas entre países y, singularmente, las variables del entorno (denominadas aquí «factores institucionales»). De forma muy sumaria, los estudios, que están a disposición de los lectores interesados, mostraron la existencia de diferencias significativas en las estructuras financieras, vinculadas a la variable tamaño de la empresa antes que al sector de actividad. Finalmente, como se ha dicho, se apreció que los factores institucionales (fiscalidad, derecho concursal, acceso a la financiación del sistema bancario, relación banca-empresa, etc.) tenían una gran influencia en el tema objeto de estudio, propiciando la diferenciación de los países analizados en dos áreas de comportamiento (Francia y España muestran muchos elementos en común, frente al grupo de Austria, Alemania e Italia, aunque este en menor medida), si bien no se pudieron analizar en detalle dichos factores.

Los resultados de los estudios confirmaron la validez del enfoque por el que se utilizan los datos existentes en las centrales de balances (aunque estas, como se verá posteriormente, no constituyen muestras estadísticas) y la conveniencia de ahondar en el análisis del entorno, por medio de estudios bilaterales entre países. Los bancos centrales francés y alemán decidieron profundizar en el estudio previo, elaborando para ello el documento «Corporate Finance in Germany and France. 1999», cuyos resultados han sido ampliamente difundidos, mediante ediciones completas del mismo y, también, en forma resumida, en los boletines económicos de ambas instituciones.

2. LAS EMPRESAS INDUSTRIALES FRANCESAS Y ESPAÑOLAS

Siguiendo el enfoque de fondo descrito en el epígrafe previo, esto es, la utilización de cuentas anuales individuales de empresas y el estudio de las variables del entorno significativas, las centrales de balances del Banco de Francia y del Banco de España han analizado el agregado de empresas industriales de ambos países, en el período de 1991 a 1999. El estudio no se ha limitado al análisis de la estructura financiera, como se hiciera en los referentes previamente aludidos, sino que ha extendido su objeto al análisis de los resultados de las empresas, en una acepción amplia del término; es decir, el contenido de la cuenta de resultados (ingresos, gastos y excedentes) y las *ratios* derivadas (directamente de la cuenta de resultados, o bien por comparación con información de balance, como es el caso de la rentabilidad o de los períodos medios de cobro y pago). Para ofrecer un panorama completo de la situación y evolución de los negocios industriales se añade al estudio información sobre el empleo, relacionándolo con las variables contables significativas. Ha sido preciso trabajar con un volumen de información muy detallado; por ello, si bien por una parte se facilitan datos antes no difundidos por otras vías, por otra, conlleva que el estudio limite su referencia temporal al año 1999 y no contemple información de 2000 (2), disponible en el momento de la edición del estudio en ambas centrales de balances, pero en proceso de depuración cuando el documento estaba en desarrollo. La ausencia de ese año en el estudio no afecta a los principales resultados obtenidos, dada la naturaleza misma del trabajo: *el objetivo del análisis es detectar las diferencias y similitudes existentes entre las empresas industriales de ambos países, antes que realizar un estudio de coyuntura sobre la evolución reciente del agregado.*

Se ha preferido facilitar a los lectores interesados toda la información elaborada en la redacción del documento y, al mismo tiempo, reducir al máximo el contenido de la parte principal del texto. Para ello, los capítulos I a IV, en los que se divide el documento, que son presen-

(2) También el año 2001 está disponible, y el 2002 casi lo estará en el momento en el que se edite esta traducción de la versión original en inglés, realizada por ambas instituciones.

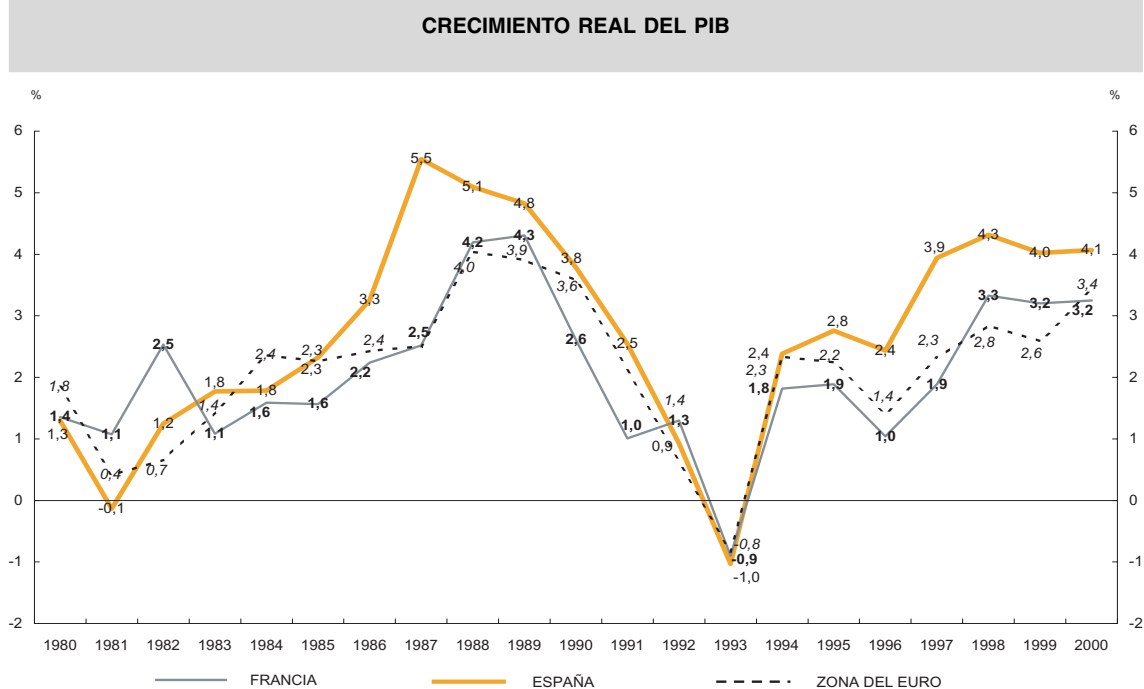
tados en los puntos siguientes, se han aligerado de las referencias al entorno macroeconómico de largo plazo, los apartados descriptivos relativos a los factores institucionales y las estadísticas de detalle (las estadísticas principales se recogen dos veces, en el texto, junto con los comentarios, y en el anexo estadístico), que son editados, al final del texto, en forma de anexos. El anexo estadístico se publica solamente en la versión electrónica.

2.1. La paulatina convergencia entre España y Francia. El entorno macroeconómico

El análisis de los datos de las balanzas de pagos de ambos países pone de manifiesto tanto el grado creciente de interdependencia entre ambas economías como la necesidad de conocer las semejanzas y diferencias entre las empresas no financieras de ambos países. Si *Francia es para España su principal cliente y proveedor* (en 1999, el 13% de las exportaciones españolas de bienes tenían por destino Francia y el 15% de las importaciones españolas de bienes provenían de ese país), no es menos destacable que el comercio bilateral entre ambos países, en la década de los noventa, ha sido netamente positivo para Francia. A finales de esta década, la economía española se ha mostrado más abierta que la francesa. En España, el peso de las exportaciones e importaciones sobre el PIB alcanzó el 27% y 29%, respectivamente, frente al 26% y 24% registrado en Francia. El capítulo I «Las economías francesa y española: una perspectiva macroeconómica» facilita la comprensión de la rápida *convergencia* que se ha producido entre ambas economías en la última década (véase gráfico I.1), debido al proceso de *catching up* desarrollado por la economía española, y ofrece algunas referencias que enmarcan la evolución de las empresas industriales en su entorno macroeconómico (crecimiento económico, comercio exterior, ahorro, inversión y financiación, mercado de trabajo, costes y precios, y condiciones monetarias y financieras). Esas referencias informan, además, de las razones que subyacen en las diferencias entre los balances y *ratios* detectadas en ambos países; la convergencia, nominal y real, de los noventa no evita que persistan aspectos diferenciadores. Así, por ejemplo, la fuerte reducción del diferencial de precios pervive junto con el fenómeno de la *inflación dual* existente en ambos países, pero con mayor incidencia en España; por su parte, las capacidades de financiación mostradas por la Contabilidad Nacional en ambos países, en un contexto de incremento del ahorro nacional bruto, se materializó en Francia en financiación neta al exterior; por los procesos de adquisición de empresas filiales, en tanto que en España dicho ahorro pudo cubrir la intensa actividad inversora realizada por la economía española en el proceso de *catching-up* referido. El anexo I «Fundamentos del crecimiento económico en Francia y en España» realiza un breve repaso del *proceso de convergencia real* entre ambos países a lo largo de *los últimos treinta años*, en los que se ha producido la paulatina aproximación de *España a Francia* y Europa, al que no han sido ajenos los cambios realizados en España en su mercado de trabajo y la intensidad de la inversión pública en ese período. Asimismo, se detiene en los condicionantes del proceso y destaca los factores de *competitividad y productividad* de ambos países (*infraestructuras, capital humano, inversión en tecnología*), en los que *Francia presenta una mejor posición respecto de España*. Por último, el anexo II resume la regulación existente en los mercados de trabajo español y francés en el momento de elaboración del documento, en las materias que afectan o pueden afectar a la contratación de empleados por parte de las empresas (salario mínimo, sistema de negociación colectiva, condiciones de despido, tipos de contrato, etc.) y, en el caso de España, hace una referencia histórica a los principales cambios realizados en los últimos años, respecto de la liberalización del mercado de trabajo.

2.2. Población de empresas, muestras y homogeneización contable

Para analizar correctamente los resultados del estudio, procedentes de las cuentas anuales declaradas por las empresas a las centrales de balances, es necesario estudiar qué parte de las diferencias puede atribuirse a la distinta composición de la población empresarial y qué parte a las muestras disponibles (que no son estadísticamente representativas de las poblaciones) y, por



Fuente: Base de datos ADB, de la OCDE.

último, las prácticas contables utilizadas en ambos países y su incidencia en los resultados. El capítulo II y su anexo estadístico facilitan detalles completos sobre la composición de la población de las sociedades no financieras francesas y españolas, del conjunto de la industria y de las muestras utilizadas. Adicionalmente, informa sobre las características generales de las centrales de balances española y francesa y, finalmente, facilita las referencias metodológicas sobre la homogeneización a la que se han sometido los datos de ambos países, para eliminar las diferencias contables existentes en la información de base, lo que ha conllevado la eliminación de algunas partidas y la estimación de otras. Como se verá más adelante, en relación con lo primero, esto es, la estructura de la población, el estudio pone de manifiesto tanto la mayor dimensión media de las empresas francesas respecto de las españolas, en todos los estratos de tamaño analizados, como un mayor grado de terciarización, aunque ligero, de las empresas francesas. Las muestras disponibles, por su parte, presentan en ambos países un sesgo hacia las grandes sociedades y la industria.

2.3. Resultados de la comparación entre las empresas industriales españolas y francesas

El capítulo III presenta el resultado de la comparación de la información disponible en las centrales de balances española y francesa sobre las industrias de ambos países, mediante un texto, un anexo estadístico y varios anexos de texto (anexos III a VIII), que informan al lector interesado sobre el grado de influencia en las diferencias detectadas de los llamados, en este documento, «factores institucionales».

El capítulo se estructura en dos apartados. El primero analiza las principales diferencias registradas entre las estructuras de balance. En relación con esta parte del estudio, se destacan algunas de las conclusiones alcanzadas:

- *Mayor peso de los activos fijos materiales en las industrias españolas respecto de las francesas (13 puntos, por término medio), lo que no afecta, como se verá, a las ratios de ren-*

tabilidad. Varios factores explican esta diferencia, entre otros, el distinto peso de los activos adquiridos en *leasing* (mayores en Francia), que no han sido incluidos en el balance para homogeneizar la información entre los dos países. El anexo III informa con cierto detalle sobre las características de la adquisición de activos mediante este tipo de contratos en ambos países. El mayor peso de los activos financieros en Francia (al que se hace referencia en el siguiente punto), la menor antigüedad media del equipo instalado en España y el que las leyes de actualización de balances sean más recientes en España explican la singularidad detectada en los balances de las empresas de los dos países.

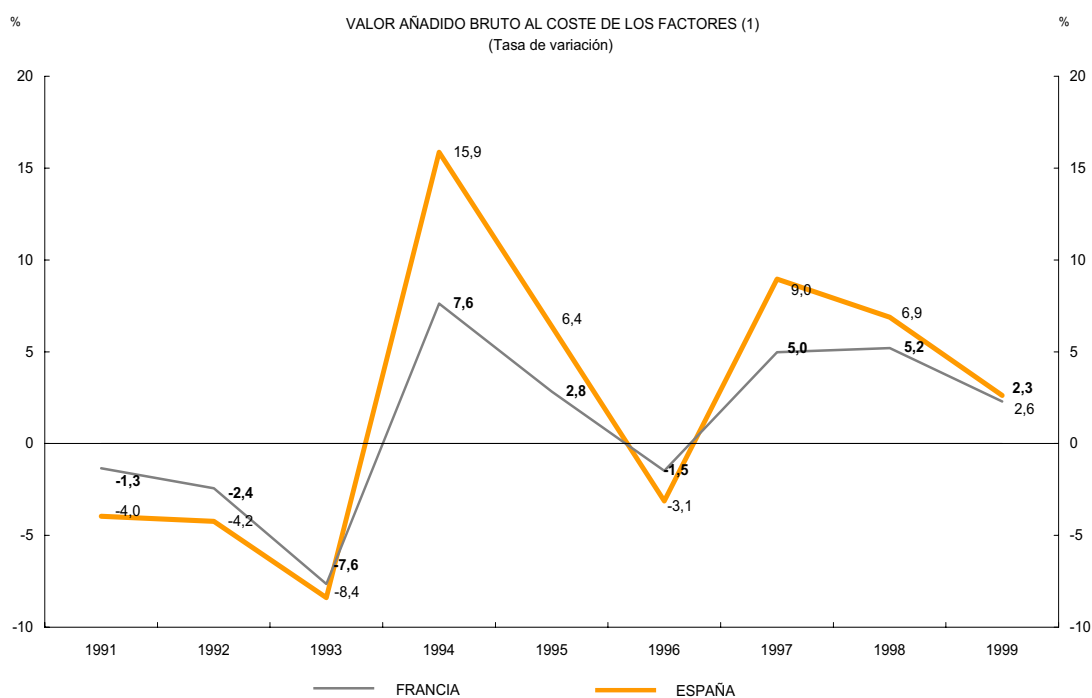
- *Mayor madurez de las industrias francesas en la organización de empresas en grupos de sociedades, con un desfase temporal de las sociedades españolas, que solo han comenzado a seguir ese patrón al final de los noventa.* El mayor peso de las inversiones financieras en acciones y participaciones de las sociedades francesas (8 puntos por encima de las españolas) estaría mostrando el fenómeno aludido. El anexo IV, que facilita un repaso general a los sistemas financieros francés y español, puede ayudar a entender la interrelación que existe entre las características estructurales de los balances (tanto de activo como de pasivo) y la organización de los sistemas financieros. Como exponente de la mejora en las técnicas de gestión, los stocks de existencias se han reducido en ambos países de forma ininterrumpida en el período considerado.
- *Paulatina convergencia en el peso de los activos y pasivos comerciales en ambos países, con notables diferencias por tamaño de empresa, debido a la positiva posición negociadora relativa de las grandes empresas.*
- *Gradual convergencia en ambos países en sus estructuras de financiación y, del lado del activo, en la división entre activos fijos y circulantes.*
- *El período medio de maduración (cobro de clientes) no ha convergido en todos los tamaños de empresa: permanece más elevado en el caso de las pequeñas y medianas empresas españolas, lo que debería considerarse una llamada de atención sobre las prácticas comerciales empleadas, por el sobrecoste financiero implícito derivado para el conjunto de las sociedades españolas, en comparación con sus homólogas francesas.*
- *Pérdida de peso de la deuda financiera y, dentro de esta, de la financiación intermediada por las entidades de crédito en ambas economías, si bien este fenómeno no afecta a todos los tamaños de empresa por igual.* El anexo V facilita una revisión de la regulación y procedimientos determinados en la legislación concursal en ambos países, el tratamiento de la quiebra y las suspensiones de pago, mostrando la similitud que existe entre ambos sistemas. Cabe concluir que las diferencias que hay en la estructura financiera de algunos tamaños de empresas no se derivan de este factor.

En relación con las estructuras de financiación, el anexo VI se detiene en el estudio de los sistemas de previsión social financiados o promovidos por las empresas a favor de sus empleados (fondos de pensiones y, en Francia, *Epargne Salariale*), que explican el relativamente bajo peso que estos pasivos tienen en los balances de las empresas.

El segundo apartado estudia los flujos corrientes recogidos en las cuentas de resultados, la evolución del empleo y el comportamiento de la inversión. En relación con esta segunda parte del capítulo, cabe destacar:

- *Las industrias de los dos países muestran que su actividad y capacidad de generación de recursos están íntimamente unidas a la evolución del ciclo económico general y que, por ello,*

TOTAL DE LA INDUSTRIA (MUESTRA)



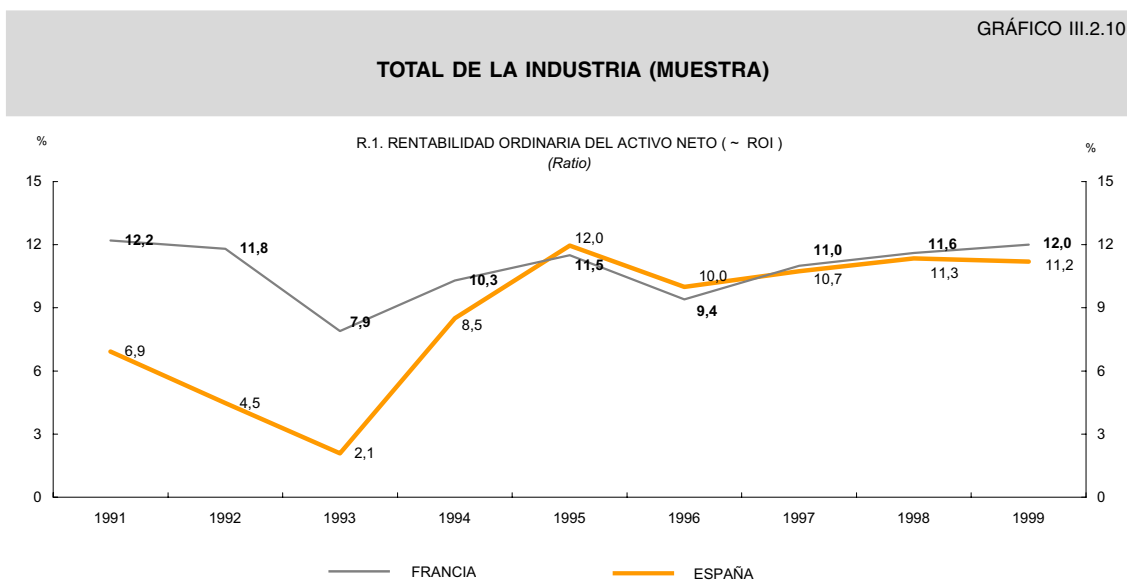
Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

(1) Tasa de variación deflactada por el deflactor del VAB de industria.

están conectadas entre sí. En el caso de España, las fluctuaciones son relativamente más intensas que en Francia, tanto en las etapas de crecimiento, en las que son especialmente intensas, como en las de caída de la actividad (véase gráfico III.2.1).

- Las industrias de ambos países se han visto sometidas a una *presión sobre sus excedentes, debido al crecimiento de las remuneraciones medias por encima del nivel general de precios*. Este comportamiento, que podría estar propiciando una pérdida de competitividad respecto de otros países, no afectó a la capacidad de generación de empleo de las empresas industriales españolas y, en menor medida, a la de las francesas. El análisis del peso de los gastos de personal sobre la cifra de ventas muestra que ambos países redujeron su porcentaje de participación, si bien la reducción fue más intensa en las empresas españolas. Este hecho viene influido por las diferentes contribuciones de las empresas al sistema de Seguridad Social en cada país. El anexo VII informa con más detalle sobre esta materia.
- Por el contrario, y en sentido positivo, tanto las industrias españolas como las francesas, a las que ha beneficiado el proceso de creación de la moneda única, han experimentado una *caída sin precedentes en el coste financiero, nominal y real*. Al final del período, las empresas de ambos países están en igualdad de competencia, al tener que hacer frente a un coste de la financiación idéntico en la práctica. En un contexto de reducción de la apelación a los mercados crediticios, hasta casi el final de la década, la caída en el coste de la financiación vino acompañada de una reducción en los gastos financieros. Con ello se propició la generación de recursos con los que hacer frente a los proyectos de inversión en sentido amplio, en formación bruta de capital y en la toma

GRÁFICO III.2.10



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

de posición en otros sectores de actividad y economías. El paulatino proceso de convergencia entre las industrias de ambos países queda fielmente reflejado en la evolución de *las ratios de rentabilidad, que prácticamente se solaparon al final de la década.* (véase gráfico III.2.10).

A pesar del excelente nivel de rentabilidad, la inversión, desde un punto de vista teórico, viene influida por esta *ratio*, y tuvo un comportamiento tendencial similar a lo largo de la década, y dispar en los dos últimos años observados en ambas economías (en 1998 y 1999, ascendente en España, descendente en Francia). Los datos disponibles para 2000 y 2001 evidencian la caída de la inversión también en las industrias españolas, en un marco de elevados niveles de rentabilidad. Este hecho pone de manifiesto dos fenómenos que interesa destacar:

1. El camino seguido por las empresas industriales francesas, que optaron en la segunda mitad de los noventa por invertir fuera de sus fronteras para afrontar el reto de la internacionalización y globalización, es un campo en el que ya se están adentrando las empresas españolas. Quizá pueda ser este un síntoma de la madurez de las industrias de ambas economías, pero sin duda es también un aviso sobre el cambio en las reglas del juego, eminentemente doméstico, que son de sobra conocidas por estas empresas; las expectativas de rentabilidad que encuentran en esas inversiones también podrían venir unidas a un mayor grado de incertidumbre y riesgo. No obstante, parece evidente que no es posible abstraerse del mismo, por lo que debe valorarse positivamente que las industrias europeas estén afrontando el reto sin dilación.
2. La imagen que muestran los datos aportados por las empresas matiza la información que se obtiene de los agregados de la Contabilidad Nacional, en la medida en que la singulariza para unas empresas concretas (las de mayor dimensión, que sesgan, como se ha dicho, el agregado objeto de estudio). Este hecho, además de explicar la mayor intensidad mostrada por las tasas de variación de la inversión de estas empresas, refrenda la importancia de realizar este tipo de estudios, a partir de las cuentas anuales de las empresas, y sirve para contrastar la evolución de los negocios y para el análisis macroeconómico.

2.4. Inversión y restricciones financieras en Francia y España, un estudio a partir de datos individuales de empresa

Un último objetivo del proyecto de investigación conjunto, que se presenta en el capítulo IV, ha sido determinar si ambos países comparten pautas de comportamiento en las decisiones de inversión de sus empresas industriales, ante restricciones de liquidez o financiación. Con este fin, se presenta un contraste de exceso de sensibilidad de la inversión a la generación interna de recursos, basado en la estimación de un modelo estándar de inversión de ecuación de Euler, derivado de Bond y Meghir (1994). El análisis realizado emplea como fuente de información la correspondiente a un significativo subconjunto de las empresas utilizado en el capítulo III, lo que permite obviar uno de los principales problemas a los que se enfrenta este tipo de trabajos; a saber, la falta de homogeneidad de la información de base de los países objeto de comparación, que, como se expone en el capítulo II, ha sido eliminada prácticamente en su totalidad en este trabajo. El estudio muestra en ambos países (para los que no se encuentran diferencias significativas) la sensibilidad de la inversión ante la evolución de la capacidad de generación de recursos internos en las empresas (*cash-flow*) y, al mismo tiempo, define una señal útil para el análisis de la inversión empresarial: la política de pago de dividendos (su ausencia, en concreto) constituye un indicador de la presencia potencial de restricciones financieras que afectan a la formación bruta de capital.

CAPÍTULO I

LAS ECONOMÍAS FRANCESA Y ESPAÑOLA: UNA PERSPECTIVA MACROECONÓMICA (*)

Todos los gráficos y cuadros de este estudio se integran en un anexo estadístico que se distribuye separadamente en la Red (www.bde.es). Este capítulo incluye los más relevantes, manteniendo la misma numeración que en el anexo estadístico, lo que explica los saltos de numeración existentes.

(*) Este capítulo ha sido elaborado por Concha Artola y Teresa Sastre (Banco de España), y por André Tiomo (Banco de Francia).

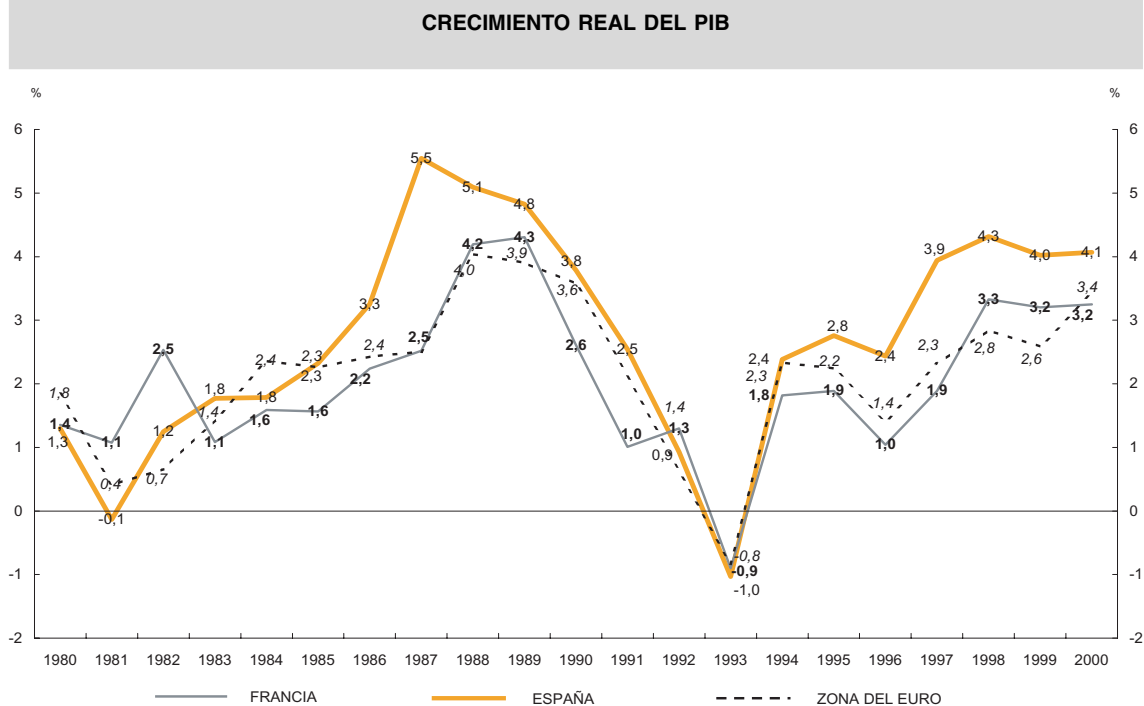
I. INTRODUCCIÓN

En este capítulo se presentan los principales rasgos macroeconómicos de las economías española y francesa, aunque no se pretende analizar en profundidad las distintas ramificaciones del entorno macroeconómico en los dos países. La evolución de las economías española y francesa se presenta en relación con el conjunto de la economía europea, es decir, siempre que se disponga de los datos adecuados, se ha presentado el comportamiento de las variables relevantes para España, Francia y el agregado de los doce países que constituyen el área del euro. El análisis realizado comprende la evolución del PIB, el comercio exterior, el ahorro, la inversión y su financiación, el mercado de trabajo, la formación de costes y precios, y, por último, las condiciones monetarias y financieras en ambas economías. Durante las cuatro últimas décadas las dos economías han experimentado profundos cambios, si bien estos han revestido una intensidad mucho mayor en el caso de España, que partía de una situación inicial muy retrasada en relación con el contexto europeo, cuya evolución a lo largo de este período ha permitido converger hacia niveles próximos a los existentes en los principales países europeos. Cabe destacar, en particular, que en el período comprendido entre 1986, año de incorporación a la Comunidad Europea, y los primeros años noventa, España se benefició considerablemente de una sustancial mejora en su relación real de intercambio y del crecimiento económico en Europa.

La organización de este capítulo es la siguiente: en la sección 2 se presentan las pautas de crecimiento de las dos economías en el contexto de los cambios que han tenido lugar en sus estructuras productivas; la sección 3 se centra en la evolución del comercio exterior en los dos países a lo largo de la última década; los rasgos más prominentes del comportamiento del ahorro, la inversión y su financiación en España y Francia se presentan en la sección 4; en la sección 5 se revisan las pautas de evolución del empleo en ambas economías, mientras que en la sección 6 se presentan los aspectos más destacables en el comportamiento de costes y precios; por último, la sección 7 analiza la evolución de las condiciones monetarias y financieras a lo largo de la última década.

2. CRECIMIENTO Y CAMBIO ESTRUCTURAL

Desde su incorporación a la Unión Europea, en 1986, la economía española ha experimentado un notable crecimiento, superando el ritmo de avance de la mayoría de los países europeos. Esta sección analiza este diferencial de crecimiento en el contexto de los cambios que han tenido lugar en la estructura productiva de España y Francia.



Fuente: Base de datos ADB, de la OCDE.

En el gráfico I.1 se muestra la evolución del PIB en España, Francia y la zona del euro a lo largo de las últimas dos décadas. En el conjunto de ese período, España ha mantenido un diferencial de crecimiento positivo con el área del euro, mientras que la economía francesa experimentaba un ritmo de avance similar al del conjunto de países europeos. En España, la recesión de 1992-1993 fue más profunda, mientras que la recuperación iniciada en 1994 revistió una intensidad relativa mayor; el diferencial de crecimiento positivo entre España y sus socios europeos se amplió hasta el 2000, año en que se redujo considerablemente (1).

En el cuadro I.1 se muestran los cambios en la estructura productiva de España y Francia a lo largo de los últimos veinte años. El rasgo más destacado en ambos países es su creciente terciarización y la continua pérdida de peso de la agricultura y la industria. Medido en términos nominales, el aumento de la participación del sector servicios en la generación de valor añadido es similar en ambas economías (aproximadamente 10 pp), aunque en España ha revestido mayor intensidad en la década de los noventa (entre 1990 y 1997 la participación del sector servicios aumentó 5 pp en España, mientras en Francia lo hacía en 3 pp). El aumento en la contribución de las actividades terciarias al conjunto de la economía es mucho más modesto cuando se mide en términos reales (inferior a 5 pp en los dos países), lo que refleja el mayor crecimiento de los precios de los servicios con relación al de los bienes. Este fenómeno de «inflación dual» refleja el gran peso que en el conjunto de los servicios tienen los no comercializables, así como un menor grado de competencia en el sector terciario en relación con el existente en otras actividades, y en particular en las manufacturas.

La especialización productiva difiere en las dos economías. Tal y como se muestra en el cuadro I.1, en relación con España, Francia aparece como un país especializado en servicios fi-

(1) El diferencial de crecimiento medio con el área del euro se cifra en 1,5 puntos porcentuales (pp) entre 1997 y 1999, y en 0,6 pp en 2000.

CUADRO I.1

VARIACIONES EN LA ESTRUCTURA DEL VALOR AÑADIDO

Estructura del VA a precios corrientes	ESPAÑA			FRANCIA		
	1980	1990	1997	1980	1990	1997
Agricultura	7,4	5,4	4,5	4,6	3,7	3,1
Industria	28,6	24,6	22,2	28,0	22,7	21,0
Construcción	8,2	8,7	7,1	6,6	5,7	4,7
Servicios	55,8	61,2	66,2	60,8	68,0	71,2
Comercio, hostelería, transporte	24,5	24,8	27,0	18,5	20,0	18,9
Intermediación financiera, inmobiliarias	15,9	17,8	18,9	23,0	27,0	28,9
Otros servicios	15,3	18,7	20,3	19,3	21,0	23,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Estructura del VA a precios de 1995	ESPAÑA			FRANCIA		
	1980	1990	1997	1980	1990	1997
Agricultura	5,4	4,8	5,1	3,6	3,2	3,4
Industria	26,3	22,8	22,5	23,1	20,8	21,4
Construcción	7,8	8,4	7,2	6,8	5,9	4,6
Servicios	60,6	64,0	65,2	66,5	70,1	70,6
Comercio, hostelería, transporte	28,1	25,8	26,7	18,4	19,6	19,3
Intermediación financiera, inmobiliarias	17,5	19,1	18,3	25,9	28,6	28,1
Otros servicios	15,0	19,1	20,2	22,2	21,9	23,2
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuentes: Base de datos ANA, de la OCDE, e INE (Instituto Nacional de Estadística).

nancieros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas, y en otros servicios (que incluyen, entre otros, educación, servicios médicos y personales). No obstante, la especialización productiva de las dos economías se ha aproximado notablemente a lo largo de las dos últimas décadas.

3. COMERCIO EXTERIOR

La incorporación a la Unión Europea impulsó el comercio exterior de Francia y España con el resto del mundo. La mayoría de los sectores industriales se enfrentaron a un entorno más competitivo, como consecuencia de la eliminación de las tarifas aduaneras y de las barreras comerciales, lo que determinó una mayor apertura al exterior de sus economías. En el caso de España, las exportaciones aumentaron desde el 17,1% del PIB en 1991 hasta el 27,5% en 1999, mientras que las importaciones pasaron del 20,3% al 28,8% del PIB a lo largo de ese mismo período. También la economía francesa experimentó una creciente apertura al exterior a lo largo de la década de los años noventa, aunque de una magnitud inferior a la de España. Las exportaciones se incrementaron desde el 21,5% del PIB en 1991 a un 25,9% en 1999; en ese mismo período las importaciones pasaron del 22% al 23,7% del PIB (véase cuadro I.2.A); como consecuencia, al finalizar la década de los noventa la economía española era más abierta que la francesa.

En el cuadro I.2.B se presenta la evolución del comercio bilateral entre los dos países. Francia constituye el principal socio comercial de España. Se observa que a lo largo del período analizado las ventas destinadas a Francia representaron una fracción constante de aproximadamente un 13% del total de las exportaciones de bienes españolas, mientras que la importación de productos franceses se incrementó en torno a dos puntos porcentuales a lo largo de los años noventa, situándose en el 15,1% en 1999. Desde el punto de vista de Francia, los inter-

COMERCIO EXTERIOR EN FRANCIA Y ESPAÑA

A. Exportaciones e importaciones (% sobre el PIB)									
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
España									
Exportaciones / PIB	17,1	17,6	19,4	22,3	22,6	23,9	26,7	27,2	27,5
Importaciones / PIB	20,3	20,4	20,0	22,1	22,8	23,4	25,7	27,2	28,8
Francia									
Exportaciones / PIB	21,5	21,5	20,7	21,5	22,5	23,1	25,5	26,1	25,9
Importaciones / PIB	22,0	20,9	19,2	20,2	21,1	21,4	22,5	23,5	23,7
B. Comercio bilateral de mercancías entre España y Francia (%)									
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
España									
Exportaciones a Francia / Total exportaciones españolas	13,2	12,8	12,0	13,7	14,2	14,1	12,7	13,3	13,0
Importaciones de Francia / Total importaciones españolas	13,2	13,4	13,7	15,0	14,8	14,3	14,8	15,1	15,1
Francia									
Exportaciones a España / Total exportaciones francesas	3,9	4,2	4,4	5,3	5,5	5,9	5,9	6,4	7,0
Importaciones de España / Total importaciones francesas	3,2	3,5	4,0	5,1	5,6	6,0	6,0	6,3	6,3
Balanza comercial bilateral de mercancías (‰) (en % PIB español/PIB francés)	-4,1/1,3	-4,8/1,6	-4/1,3	-2,8/1	-1,5/0,6	-2/0,8	-4,1/1,6	-4,9/2	-7,9/3,3

Fuentes: Balanza de Pagos del Banco de Francia y del Banco de España, INSEE, INE (Institutos Nacionales de Estadística de Francia y España) y Estadísticas de Aduanas.

cambios comerciales con España prácticamente se doblaron entre 1991 y 1999. Las exportaciones de bienes aumentaron desde el 3,9% registrado en 1991 al 7% del total de exportaciones francesas en 1999; las importaciones, por su parte, pasaron del 3,2% al 6,3% del total a lo largo del mismo período. La balanza comercial bilateral ha sido sistemáticamente positiva para Francia durante la última década, si bien entre 1994 y 1996 se observa una sustancial reducción del saldo negativo de las operaciones comerciales con Francia, como consecuencia de las sucesivas devaluaciones de la peseta.

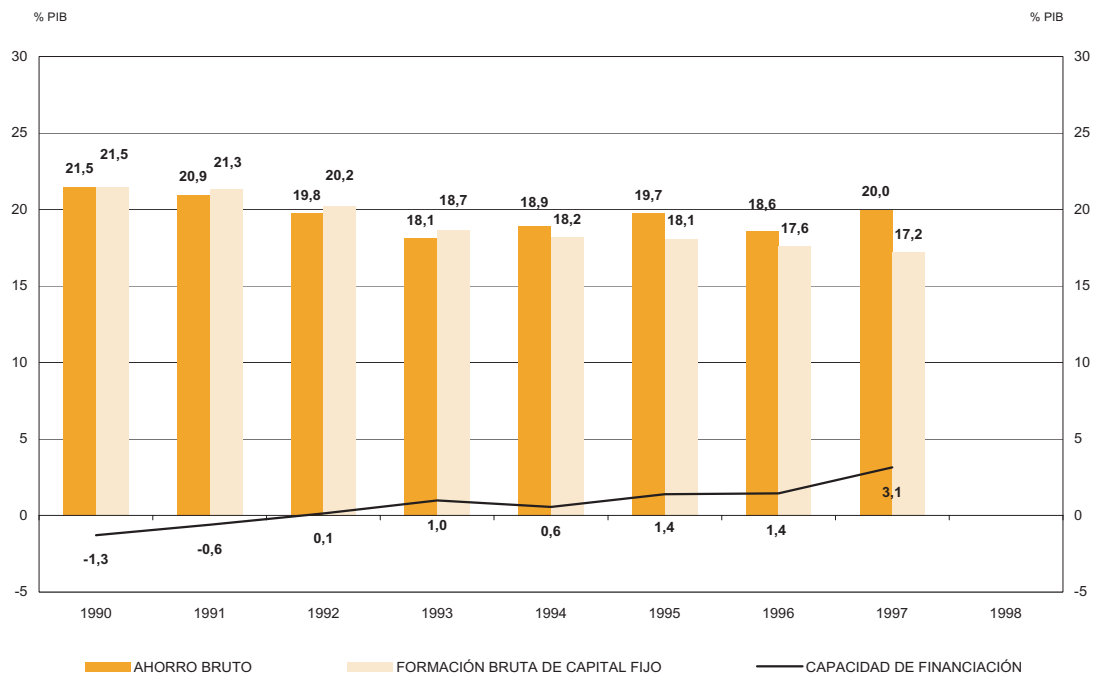
4. AHORRO, INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN

La evolución del ahorro y la inversión ha mostrado un patrón similar en Francia y en España. La desaceleración de la actividad económica en el período 1992-94 se reflejó, fundamentalmente, en un descenso de la formación bruta de capital y del ahorro bruto nacionales, en relación con el PIB (véase gráfico I.2). Como resultado de ello, la necesidad de financiación exterior, que había caracterizado a los primeros años noventa, dio paso a una capacidad de financiar al resto del mundo, a partir de 1993 en Francia, y desde 1995 en España. En ambos países, el menor nivel de ahorro nacional en relación con el PIB se debió, principalmente, a una reducción del ahorro bruto de las Administraciones Públicas en relación con el PIB (gráfico I.3), en consonancia con la posición cíclica de ambas economías. Durante la segunda mitad de los noventa, las necesidades financieras netas de las Administraciones Públicas se redujeron progresivamente en ambos países, en orden a lograr el cumplimiento de los criterios de Maastricht relativos a las finanzas públicas. Esto permitió incrementar el ahorro bruto nacional y, con ello, facilitar un mayor nivel de la formación bruta de capital de las empresas españolas en relación con el PIB, al tiempo que la capacidad de financiar al resto del mundo seguía siendo positiva. En el caso de Francia, el aumento del ahorro nacional impulsó el préstamo neto al exterior. La reducción de las necesidades financieras de las Administraciones Públicas dio lugar, también, a un descenso del nivel de endeudamiento de este sector en la segunda mitad de los noventa. Así, la

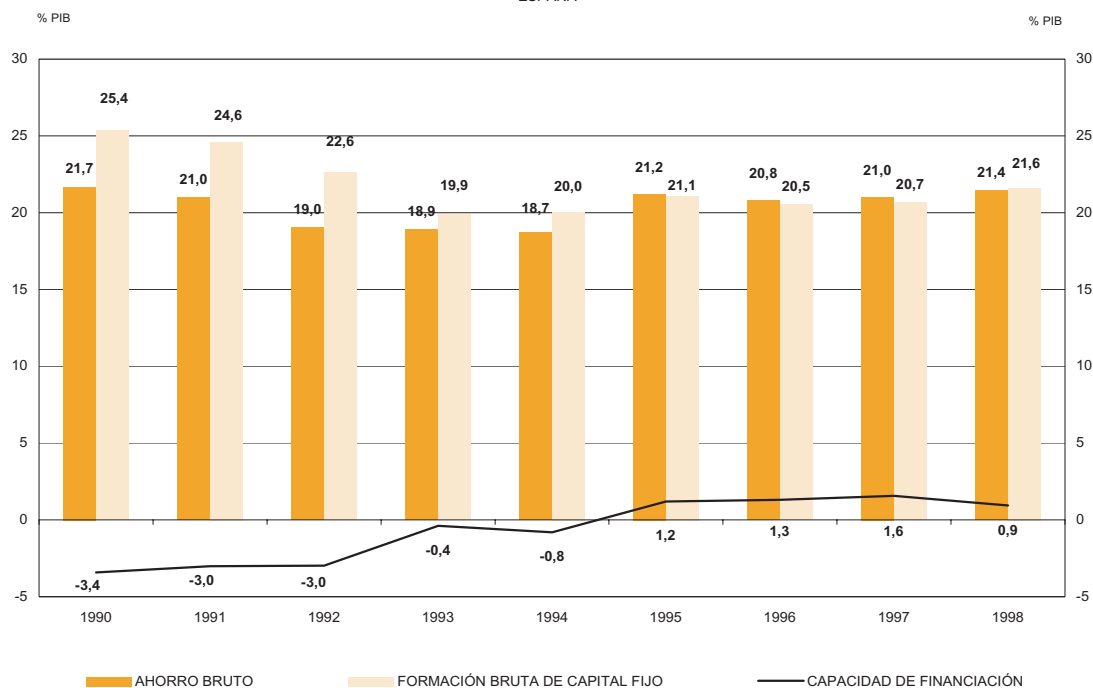
GRÁFICO I.2

AHORRO, INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN TOTAL DE SECTORES ECONÓMICOS

FRANCIA

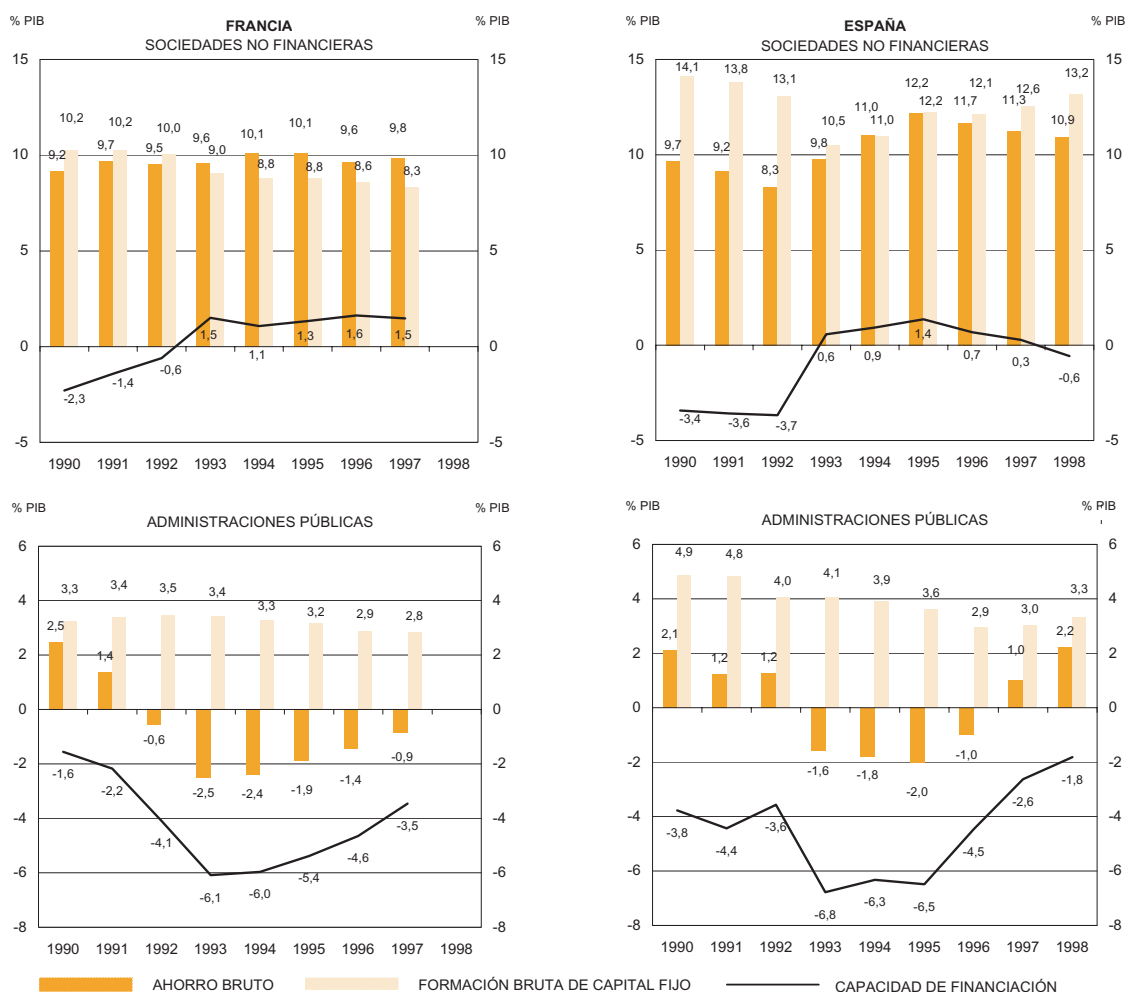


ESPAÑA



Fuente: OCDE.

AHORRO, INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN POR SECTORES ECONÓMICOS



Fuente: OCDE.

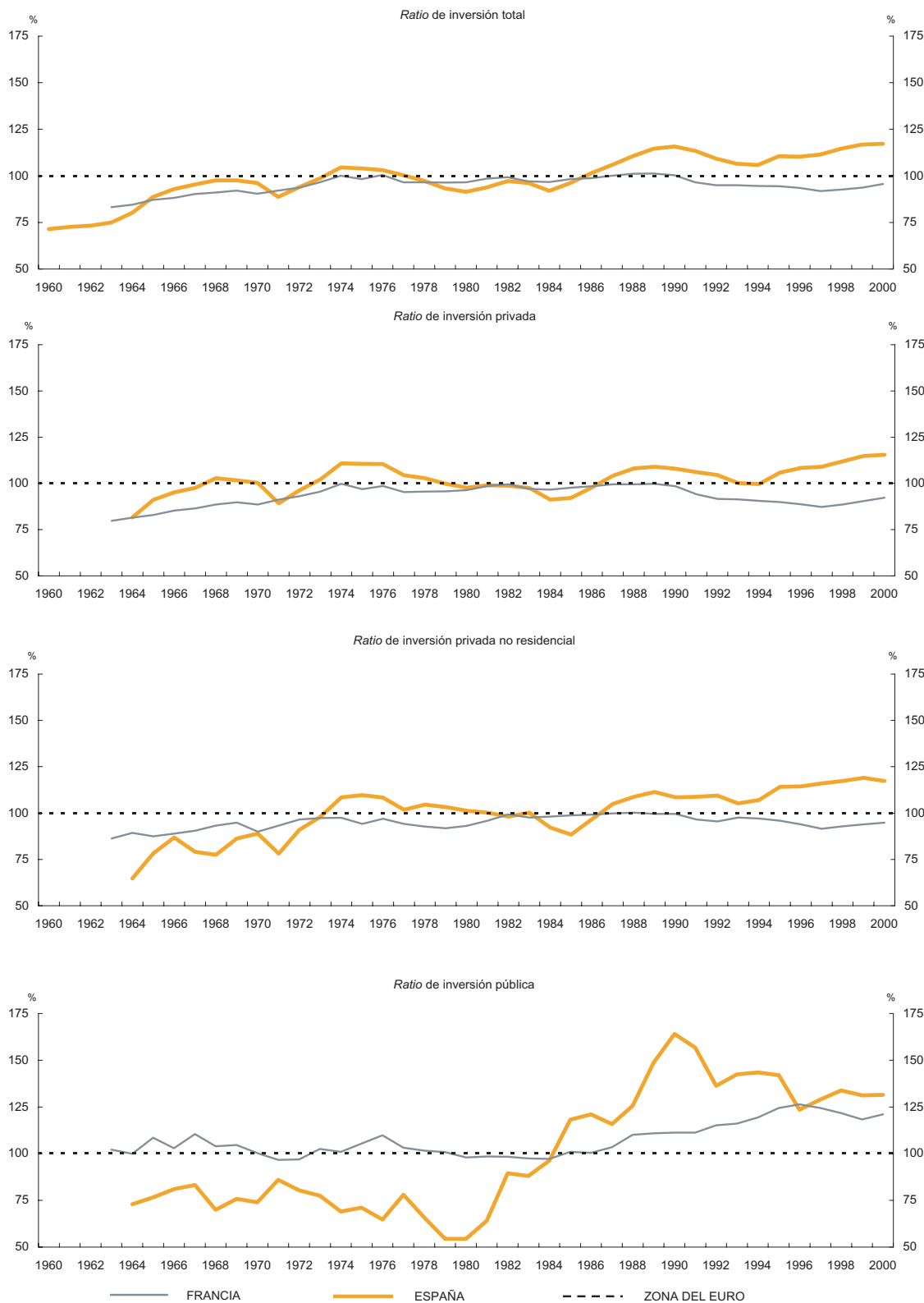
ratio de deuda en relación con el PIB, que era del 66,6 % en España y del 59,3 % en Francia, en 1997, se redujo hasta el 60,4 % y 57,6 %, respectivamente, a finales del año 2000.

El análisis sectorial del ahorro y la inversión ofrece tres principales diferencias entre Francia y España. En primer lugar, la formación bruta de capital en relación con el PIB se situó, en España, en niveles más elevados, en el marco del proceso de convergencia de la economía española con los principales países de la Unión Europea. En segundo lugar, este mayor nivel se explica por la contribución de las empresas no financieras y del sector público, ya que la formación bruta de capital de los hogares durante este período fue inferior en España que en Francia. Por último, aunque el ahorro nacional mostró un nivel y evolución parecidos en ambos países, existen algunas diferencias en la distribución sectorial del mismo. Así, la proporción del PIB que los hogares españoles destinaron al ahorro fue superior a la de las familias francesas. Por otra parte, las empresas españolas incrementaron su ahorro a partir de 1994, intentando reducir su dependencia de los recursos ajenos a la empresa, mientras que las sociedades no financieras francesas mantuvieron un nivel de ahorro relativamente estable.

En el gráfico I.4 se analiza la inversión desde una perspectiva más amplia, mostrando la evolución de sus principales componentes. Desde 1986, la *ratio* de inversión con respecto al PIB

GRÁFICO I.4

INVERSIÓN (ZONA DEL EURO = 100)



Fuente: Base de datos ADB, de la OCDE.

RATIO DE INVERSIÓN (PORCENTAJE DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL SOBRE EL PIB VOLUMEN)

ESPAÑA	1964-1975	1976-1985	1986-2000	1964-2000
TOTAL	22,7	19,5	22,5	21,8
Sector privado	19,9	17,1	18,7	18,7
No residencial	10,1	10,6	13,1	11,5
Residencial	9,7	6,5	5,6	7,2
Sector público	2,9	2,3	3,8	3,1
FRANCIA	1964-1975	1976-1985	1986-2000	1964-2000
TOTAL	22,1	19,8	19,5	20,4
Sector privado	18,2	16,7	16,3	17,0
No residencial	10,7	10,2	11,4	10,9
Residencial	7,4	6,5	4,9	6,2
Sector público	3,9	3,1	3,2	3,4
ZONA DEL EURO	1964-1975	1976-1985	1986-2000	1964-2000
TOTAL	24,0	20,3	20,3	21,5
Sector privado	20,2	17,2	17,5	18,3
No residencial	11,6	10,6	11,9	11,4
Residencial	8,6	6,6	5,6	6,9
Sector público	3,8	3,1	2,8	3,2

Fuente: Base de datos ADB, de la OCDE.

se situó, en España, por encima de la de Francia, siendo la diferencia entre ambas particularmente elevada a partir de 1996. Desde entonces, la inversión privada no residencial media en España se ha situado en torno al 14,3% del PIB, frente al 11,4% en Francia. La *ratio* de la inversión total, que fue muy similar en ambos países hasta mediados de los ochenta, ha divergido durante los últimos quince años, debido a la aceleración del proceso inversor en España. Este proceso se explica, no solo por el dinamismo relativo de la inversión privada no residencial, sino también por el rápido crecimiento de la inversión pública. Como puede apreciarse en el cuadro I.3 y en el gráfico I.4, la *ratio* de inversión pública en relación con el PIB era muy baja en España, en relación tanto con el nivel alcanzado en Francia como con la media del área del euro, habiendo mantenido una tendencia descendente hasta 1980. A partir de 1982, la inversión pública experimentó un fuerte impulso, alcanzando su nivel máximo en 1990-1991, período en el que llegó a situarse en el 4,8% del PIB en términos reales (2). La desaceleración de la inversión pública que se ha producido desde 1996 en ambos países está relacionada con la necesidad de reducir los desequilibrios fiscales, con el fin de lograr el cumplimiento de los criterios establecidos en el tratado de Maastricht para participar en la tercera etapa de la UME.

5. MERCADO DE TRABAJO

El empleo de la economía española, en relación con la población en edad de trabajar, se situaba en 1970 a un nivel similar al del conjunto de la zona del euro, siendo tan solo inferior en tres puntos porcentuales al nivel de esta variable en la economía francesa (cuadro I.4). Tal y como se muestra en el anexo estadístico (gráfico I.6), hasta mediada la década de los años ochenta esta *ratio* experimentó un fuerte descenso, recuperándose tan solo ligeramente en la

(2) El rápido crecimiento que se produjo en el período 1990-1991 está asociado a dos importantes acontecimientos que tuvieron lugar en 1992: la Exposición Universal en Sevilla y los Juegos Olímpicos en Barcelona.

CUADRO I.4

TASAS DE DESEMPLEO Y PARTICIPACIÓN (%)

ESPAÑA	1970	1986	2000	1986-1970	2000-1986	2000-1970
Empleo/Población en edad de trabajar	63,3	47,9	56,4	-15,4	8,5	-6,9
Tasa de participación	65,1	60,3	65,6	-4,8	5,4	0,6
Tasa de desempleo	2,7	20,5	14,1	17,8	-10,0	11,4
FRANCIA	1970	1986	2000	1986-1970	2000-1986	2000-1970
Empleo/Población en edad de trabajar	66,0	59,6	62,0	-6,3	2,4	-4,0
Tasa de participación	67,6	66,5	68,6	-1,1	2,1	1,0
Tasa de desempleo	2,5	10,4	9,7	7,9	-0,7	7,2
ZONA DEL EURO	1970	1986	2000	1986-1970	2000-1986	2000-1970
Empleo/Población en edad de trabajar	63,7	57,5	62,2	-6,3	4,7	-1,6
Tasa de participación	65,2	64,1	68,3	-1,1	4,2	3,1
Tasa de desempleo	2,3	10,3	9,0	8,1	-1,4	6,7

Fuente: Base de datos ADB, de la OCDE.

Nota: Las cifras de empleo/población en edad de trabajar para España son distintas de las mostradas en el anexo I.

La variable de empleo del anexo I proviene de las Cuentas Nacionales, mientras que aquí se toma el dato de empleo de EPA.

expansión de 1986-1992 y con mayor fortaleza en los últimos años, tras la recesión de 1992-1994. Pese al intenso crecimiento del empleo experimentado por la economía española a lo largo de los últimos cinco años, la *ratio* empleo / población en edad de trabajar es aún relativamente baja, tanto si se compara con los niveles alcanzados por esta variable a principio de la década de los setenta (56,4% en 2000, frente al 63,3% en 1970) como si se pone en relación con otros países (casi 6 pp por debajo de los niveles registrados tanto en Francia como en el área del euro en el año 2000).

El descenso en la *ratio* empleo / población en edad de trabajar a lo largo de los años setenta y primeros ochenta obedece principalmente al intenso crecimiento de la tasa de paro y, en menor medida, al descenso en la tasa de actividad. La tasa de paro que apenas alcanzaba el 3% a principios de la década de los setenta, tanto en España como en Francia y en el conjunto de la zona del euro, aumentó en 8 pp en el conjunto de los países europeos. En Francia, el crecimiento del desempleo registró un avance similar al de la zona del euro, mientras que en España la tasa de paro aumentó en 18 pp a lo largo de esos quince años. Las peculiaridades del proceso de destrucción de empleo en el caso español responden a dos *shocks* simultáneos, aunque de naturaleza muy distinta. Por una parte, la economía española acusó las sucesivas crisis del petróleo de los años setenta, y por otra, el final de la dictadura dio lugar a una reforma política seguida de cambios profundos en las instituciones económicas. La tasa de actividad en España cayó en 5 pp durante ese período, en contraste con la modesta reducción observada tanto en Francia como en el conjunto de la zona del euro (en torno a un punto porcentual). La intensa caída de la tasa de participación en el mercado de trabajo experimentada por la economía española a lo largo de aquellos años fue consecuencia del denominado *efecto desánimo*, que reflejaba las escasas probabilidades de encontrar un trabajo, dada la elevada tasa de paro. Tal y como se muestra en el anexo estadístico (grafico I.6), tanto la tasa de paro como la tasa de actividad se caracterizan por ser más volátiles en España que en el conjunto de países europeos, lo que se explica, en parte, por el mayor peso de los contratos temporales en el total de la población ocupada (véase grafico I.8 del anexo estadístico). Esta volatilidad se observó particularmente durante la recesión de los primeros años noventa, cuando la tasa de paro aumentó en 8 pp en tan solo cuatro años, alcanzando un máximo del 24% de la población activa

en el año 1994. A este período de masiva destrucción de empleo le siguió una recuperación de una intensidad similar; en tan solo seis años la tasa de paro se redujo en 10 pp, situándose en el 14% en el año 2000. Cabe destacar, desde una perspectiva de largo plazo, que la tasa de paro, tanto en Francia como en la zona del euro, superaba en el año 2000 en siete puntos porcentuales al nivel registrado a principios de los años setenta. Este diferencial alcanza 11 pp en el caso de España.

El otro rasgo destacable en la dinámica del mercado de trabajo español es la elevada volatilidad de la tasa de actividad. El fuerte descenso en la tasa de participación que tuvo lugar hasta mediada la década de los años ochenta vino ocasionado por la caída en la tasa de actividad masculina (3) (véase gráfico I.7 del anexo estadístico), siendo el descenso particularmente agudo en los dos grupos extremos de edad; tanto los jóvenes como los hombres mayores de 55 años experimentaron intensas reducciones en su participación en el mercado de trabajo. Esta evolución es, en parte, consecuencia de la ampliación del período de estudios de los más jóvenes y de las jubilaciones anticipadas de los mayores. Estas tendencias que recortan la tasa de actividad de los grupos de extremos de edad se observan también en Francia, aunque son más agudas en España, como reflejo de la falta de oportunidades en el mercado de trabajo a lo largo de esos años. Con la recuperación iniciada en 1985, la tasa de actividad española inició un rápido ascenso, reflejando el fin del *efecto desánimo* y, en particular, la incorporación al mercado de trabajo de un gran número de mujeres, que se habían mantenido al margen hasta entonces. La presencia de las mujeres en el mercado de trabajo español ha sido tradicionalmente muy baja en relación con los niveles europeos; fenómeno que es, en parte, un rasgo cultural, si bien el retraso en la incorporación de las mujeres al mercado de trabajo no es ajeno a las menores oportunidades laborales existentes hasta mediados de los años ochenta. Pese al fuerte crecimiento registrado por la tasa de actividad femenina desde 1986, el desfase entre España y Francia continúa siendo importante (los datos relativos a 1997 lo situaban en 13 pp).

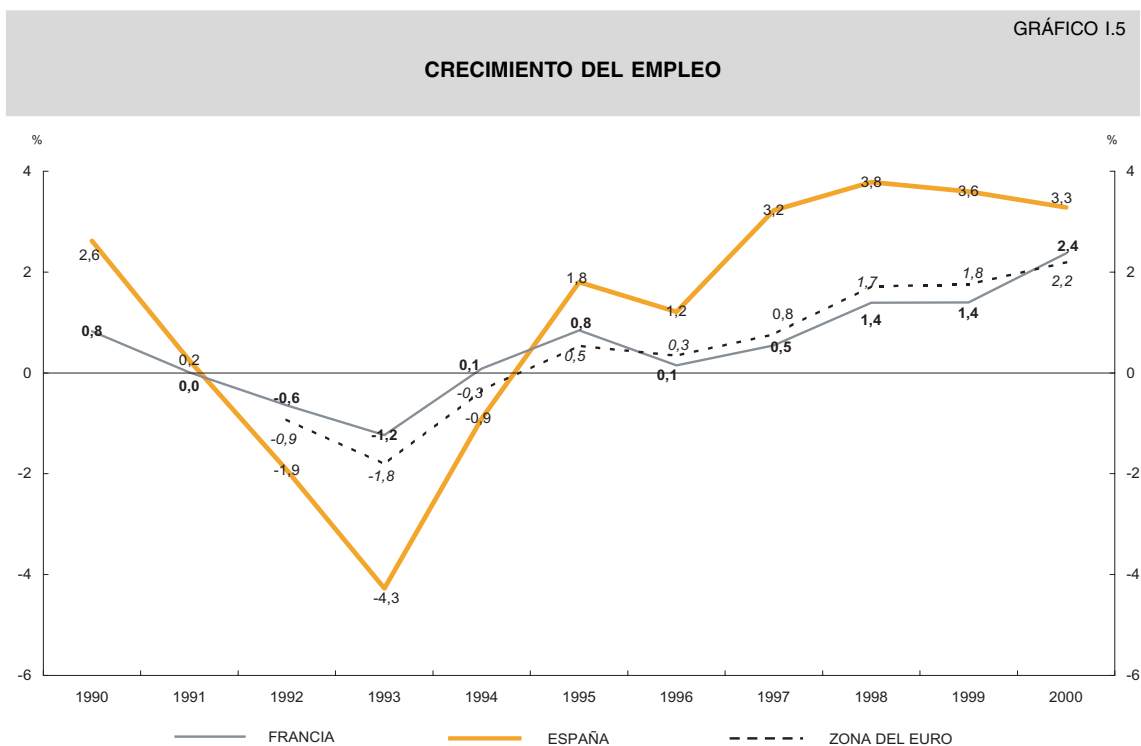
El intenso crecimiento experimentado por la economía española desde 1994, y en particular a lo largo de los últimos cuatro años, con un crecimiento medio del PIB del 4%, muy por encima de la media europea, se tradujo en una importante creación de empleo, que se cifra en torno a 500.000 puestos de trabajo netos al año. En Francia se observa una tendencia creciente en el ritmo de creación de empleo a partir de 1998, vinculada a los incentivos fiscales aplicados en los últimos años noventa, y que reviste mayor intensidad en los años 1998-2000. La creación de puestos de trabajo en el sector manufacturero registró un aumento del 2,6%, siendo del 3,4% en los servicios, lo que, en conjunto, supuso una creación de 460.000 empleos netos entre 1994 y 1997, ritmo que se intensificó en los años sucesivos (4).

Sin embargo, como se refleja en el gráfico I.5, España mantuvo un diferencial de crecimiento del empleo positivo en relación con el área del euro, si bien este diferencial ha tendido a cerrarse. Tal y como se observa en ese gráfico, la creación de empleo muestra en España una elevada volatilidad, rasgo que está estrechamente ligado al alto peso de los contratos temporales. Hasta mediados de los años ochenta, y con la excepción de los trabajos temporales vinculados a las actividades estacionales, como la agricultura y el turismo, los contratos de trabajo eran en su mayoría de carácter permanente, existiendo una regulación estricta sobre las condiciones de los despidos, que conllevaban además unas indemnizaciones sustanciales. Con el

(3) La serie correspondiente a la tasa de actividad total presentada en el anexo estadístico (gráfico I.7) procede de *OECD Labour Force Statistics* y difiere de la serie presentada en el gráfico I.6 de ese mismo anexo, obtenida de *OECD ADB database*. En el caso de Francia, la diferencia entre ambas es escasa; para España, las diferencias tienen una importancia mayor.

(4) B. Crépon y R. Deplatz, «Une nouvelle évaluation des effets des allégements de charges sociales sur les bas salaires», *Économie et Statistique*, n.º 348, págs. 2001-2008.

GRÁFICO I.5



Fuente: Base de datos ADB, de la OCDE.

propósito de suavizar la rigidez que este marco regulatorio imponía en la contratación de trabajadores, en 1984 se aprobó una ley que introducía nuevos tipos de contratos temporales que llevaban asociados reducidos costes de despido. Estos nuevos contratos, desde su introducción, fueron ampliamente utilizados por las empresas; de hecho, el intenso crecimiento del empleo iniciado con la recuperación de 1985 se basó en la expansión de estas nuevas modalidades de contratación (véase gráfico I.8 en el anexo estadístico) y, en un plazo muy breve, los trabajadores temporales pasaron a representar una importante fracción del empleo total (aproximadamente una tercera parte).

Los efectos de la introducción en España del nuevo marco regulador de las contrataciones sobre las distintas variables del mercado de trabajo han sido ampliamente estudiados. Entre otros cabe mencionar el aumento de la rotación en los puestos de trabajo, la reducción tanto de la productividad del trabajo como de la productividad total de los factores, como consecuencia de la escasa inversión en capital humano realizada por las empresas en los trabajadores temporales y el aumento en el poder negociador de los trabajadores fijos, lo que dio lugar a incrementos salariales injustificados al inicio de la década de los años noventa. Con el propósito de contrarrestar los efectos negativos asociados a la elevada utilización de los contratos temporales, en 1994 y 1997 se llevaron a cabo sendas reformas, que se completaron con medidas adicionales aprobadas en marzo de 2001, con las que se pretendía incentivar la creación de puestos de trabajo de carácter permanente y reducir así la elevada *ratio* de temporalidad. El elemento central de estas reformas fue la regulación de un nuevo tipo de contrato fijo que llevaba asociado unos costes de despido reducidos, destinado a aquellos grupos de población que encontraban dificultades especiales en la obtención de un puesto de trabajo fijo (los parados de larga duración, los trabajadores temporales y las mujeres, jóvenes y trabajadores de edad avanzada en algunas actividades concretas). Estos contratos incluían como incentivo adicional, y durante sus dos primeros años, una reducción comprendida entre el 20% y el 60% en las contribuciones a la Seguridad Social (dependiendo del grupo de población de que se tratara). Tal y como se refleja en el gráfico I.8 del anexo estadístico, la notable creación de empleo registrada

por la economía española durante los últimos cuatro años se ha basado fundamentalmente en el crecimiento del empleo fijo; por tanto, desde este punto de vista las reformas de los años más recientes parecen haber sido un éxito. Sin embargo, la utilización de los contratos temporales ha continuado expandiéndose, y la reducción en la tasa de temporalidad ha sido muy escasa, pasando del máximo alcanzado en 1995, año en que los trabajadores temporales representaban el 35% del empleo total, al 32% registrado en 2000.

En Francia, a lo largo del período 1991-1999, la utilización de los contratos temporales ha sido mucho más modesta, siendo su participación en el empleo total del 4,1% en 2000 (2,7% en 1990), habiéndose reducido de nuevo en el período 1998-2002. La alta proporción de contratos de empleo fijo durante el período 1998-2002 contribuyó a la reducción del número de puestos de trabajo precarios. Por otro lado, en términos de salarios, las medidas tomadas e implementadas desde 1993 en adelante llevaron a reducir las contribuciones de los salarios más bajos y han desempeñado un papel clave en la política de empleo. Las medidas iban orientadas a reducir la caída de los puestos de trabajo menos cualificados. La reducción gradual de las aportaciones de los empresarios contribuyó a reducir el coste laboral en los salarios bajos. Para un trabajador con ingresos del salario mínimo profesional, la reducción en la tasa de cotización a la Seguridad Social fue del 5,4% del salario bruto en julio de 1993 y del 18,2% en octubre de 1996. La aprobación de la Ley *Aubry* supuso un recorte de las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social, particularmente de las vinculadas a empleos con salarios medios y bajos, para aquellas empresas que implementaran la jornada laboral de 35 horas y adquirieran el compromiso de mantener o ampliar el nivel de empleo. Esta reducción representaba en torno al 20% del coste laboral total para un trabajador que percibiera el salario mínimo legal. La implementación de estas medidas ha contribuido al dinamismo del empleo observado entre 1994 y 1997 (véase anexo II, sobre las características del mercado laboral en Francia y España).

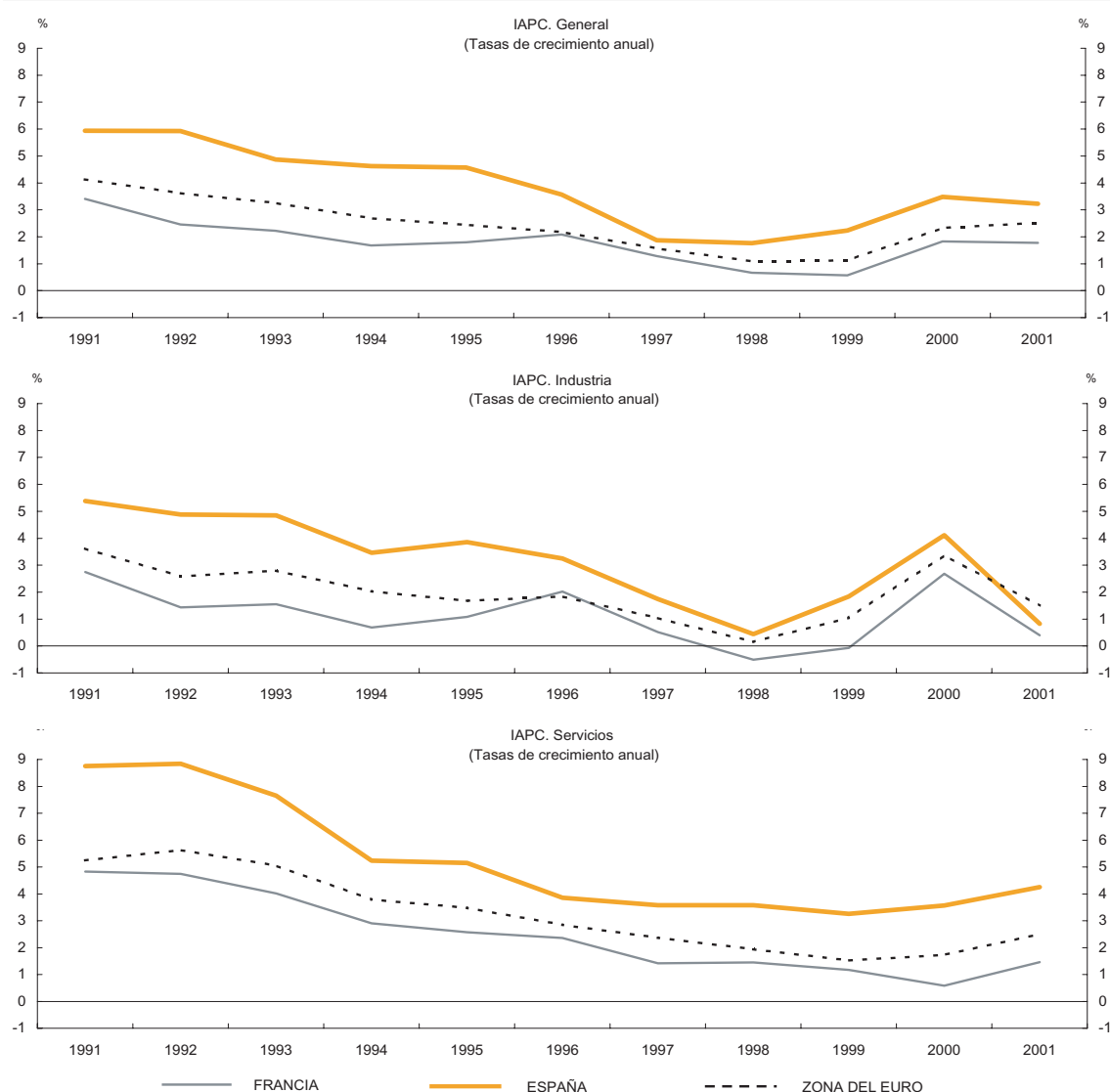
6. COSTES Y PRECIOS

Al inicio de la década de los noventa la tasa de inflación de la economía española se situaba alrededor del 6%, superando en dos puntos porcentuales la tasa media del área del euro. Este diferencial se redujo sustancialmente hasta 1997, año en que alcanzó un mínimo de 0,3 pp en relación con la zona del euro, como consecuencia del rápido proceso de convergencia nominal impulsado por el tratado de Maastricht. Durante los años siguientes, y en particular durante el período 1999-2000, la evolución de los precios relativos españoles sufrió un deterioro respecto de los principales países europeos, reflejando, en parte, el aumento de los precios del petróleo iniciado en 1999 y que afectó con mayor intensidad a países que, como España, presentan una mayor dependencia de la energía importada. En 2001 el diferencial de inflación de España con la zona del euro alcanzó 0,7 pp. A lo largo del conjunto del período la tasa de inflación en Francia se mantuvo por debajo de la experimentada por el conjunto de la zona euro; hasta 1996 se produjo una paulatina reducción del diferencial, tendencia que revirtió en los años siguientes. En 2001 el diferencial de inflación entre Francia y el conjunto de la zona euro se situó en -0,7 pp (véase gráfico I.9).

La principal causa del persistente diferencial de inflación de España con el área del euro radica en la mayor intensidad del fenómeno de la *inflación dual* en este país; es decir, la tendencia de la inflación en el sector de bienes no comercializables a superar a la inflación en el sector de bienes comercializables es mayor en España que la observada en otros países europeos. Esta evolución se muestra en los dos paneles inferiores del gráfico I.9, donde los precios de los no comercializables se aproximan por el componente de servicios del IPCH, mientras que los comercializables se aproximan por el componente de bienes industriales de ese índice. Durante la primera mitad de la década de los años noventa la inflación en el componente de bienes se

GRÁFICO I.9

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO (IAPC)



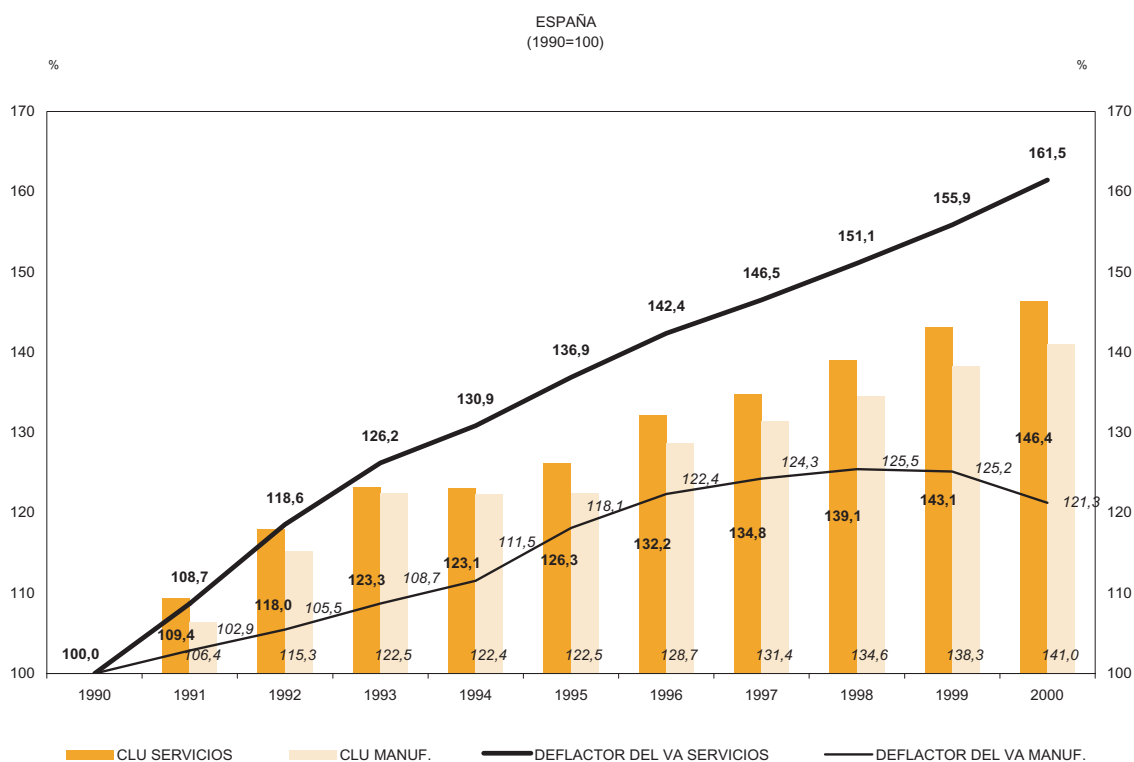
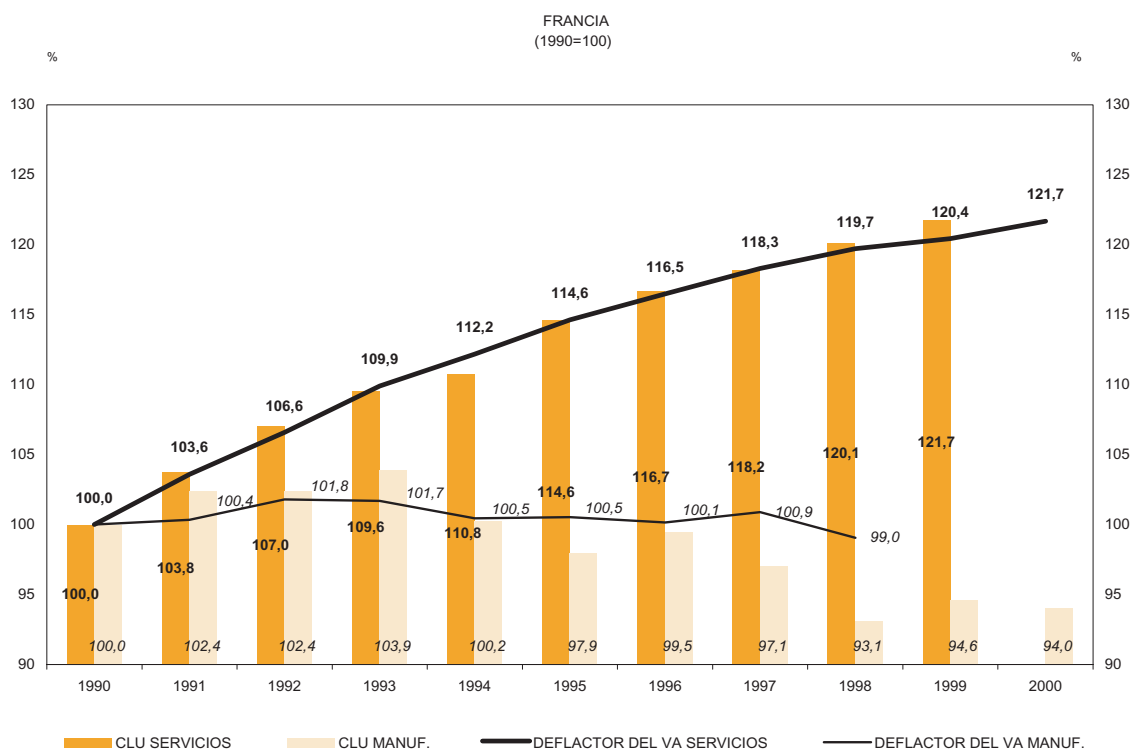
Fuentes: BCE y Banco de España.

Nota: Las tasas de crecimiento españolas de 1991 y 1992 son las del IPC, por no estar disponibles las del IAPC.

aproximó rápidamente a la pauta observada en el conjunto del área del euro, alcanzándose, por primera vez en 2001, un diferencial negativo, que se situó en $-0,7$ pp. También los precios de los servicios siguieron una pauta de convergencia hasta mediados los años noventa, llegando a situar el diferencial de inflación en un mínimo de un pp en el año 1996 en relación con el área del euro. Esta pauta de convergencia se detuvo en la segunda mitad de la pasada década, periodo en el que la inflación en los servicios se estabilizó en torno a una tasa anual del 3,6% en España, mientras que en la zona del euro prosiguió su desaceleración hasta 2000. La inflación en los servicios se aceleró en 2001, tanto en España como en el área del euro, en una cuantía similar, situando el diferencial de inflación de este componente en 1,7 pp.

Los principales rasgos de la formación de costes y precios en las dos economías se muestran en el gráfico I.10 tanto para las manufacturas como para los servicios. Desde

COSTES LABORALES UNITARIOS Y DEFLACTORES DEL VALOR AÑADIDO



Fuente: Base de datos AMECO.

mediados de los años noventa los costes laborales unitarios en las manufacturas francesas experimentaron una tendencia decreciente, como consecuencia de un avance de la remuneración por asalariado inferior al registrado en la productividad del trabajo. La reducción en los costes laborales unitarios se trasladó parcialmente a los precios, medidos por el deflactor del valor añadido (VA), posibilitando además un aumento de los márgenes unitarios. La evolución descrita contrasta con lo ocurrido a lo largo del mismo período en las manufacturas españolas, donde los costes laborales unitarios han registrado un crecimiento sostenido desde 1996, reflejo de un crecimiento de los salarios que supera el débil incremento de la productividad del trabajo. Dada la competitividad internacional a la que están sometidas las manufacturas, las presiones salariales dieron lugar a una reducción de los márgenes unitarios; en concreto, desde 1994, el deflactor del valor añadido ha avanzado a una tasa media anual del 1,4%, crecimiento inferior en un punto porcentual al registrado por los costes laborales unitarios.

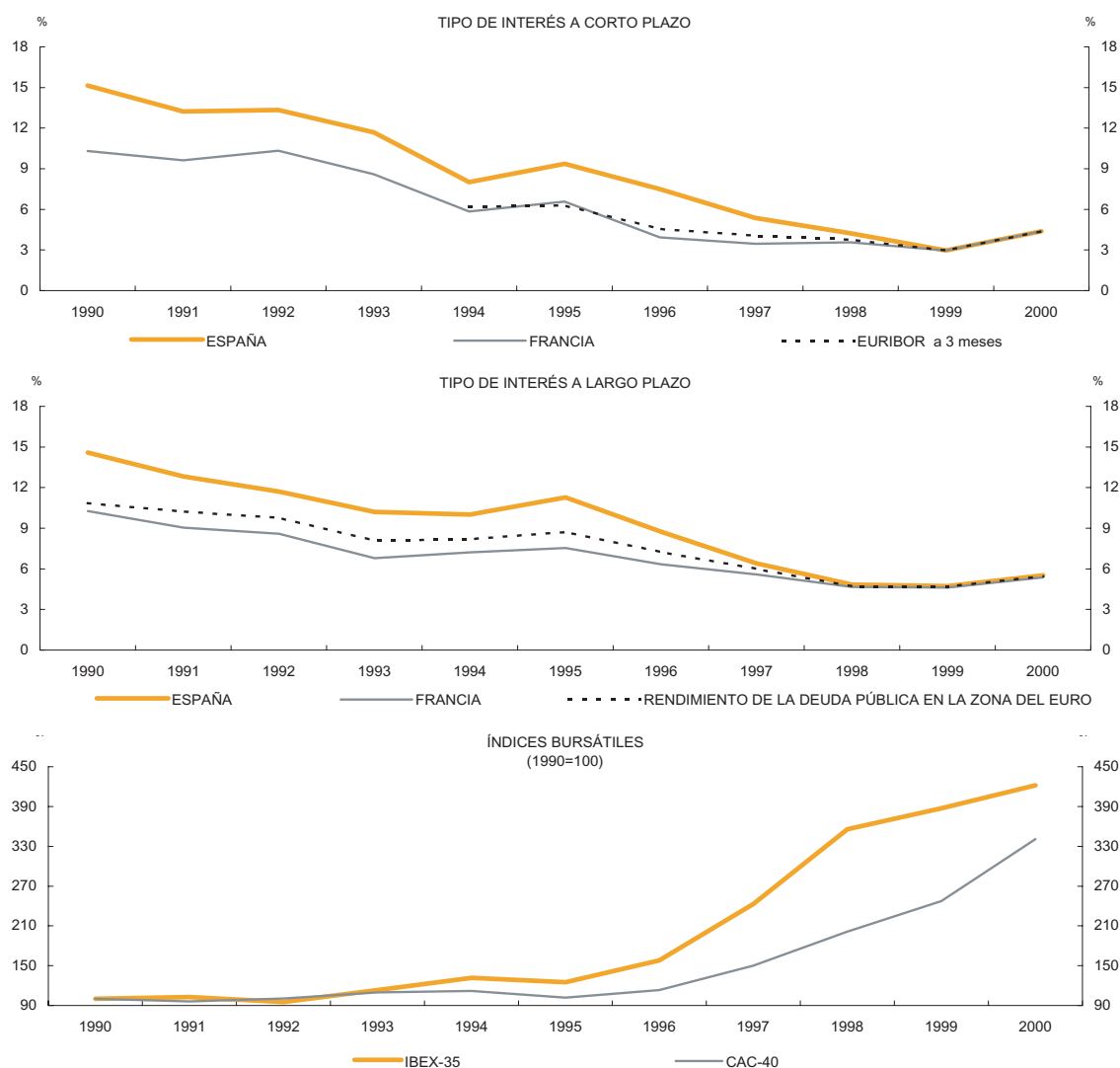
Los mayores costes laborales unitarios en los servicios de ambos países, en relación con las manufacturas, que reflejan su menor productividad relativa, se han traducido en evoluciones dispares de los precios de los servicios en los dos países. En Francia, el deflactor del VA en los servicios ha mostrado una pauta de evolución que sigue fielmente el crecimiento de los costes laborales unitarios (el crecimiento medio anual del deflactor del VA fue del 2,3% en el período 1990-1998, tasa similar a la registrada por los costes laborales unitarios a lo largo de esos años). En España, sin embargo, la inflación en los servicios sobrepasó ampliamente el crecimiento de los costes laborales unitarios (el deflactor del VA creció un 4,9% en media anual a lo largo de la pasada década, superando en un punto porcentual el avance observado en los costes unitarios). Esta evolución dio lugar a una ampliación considerable de los márgenes unitarios, lo que es probablemente consecuencia de la insuficiente competencia existente en estas actividades.

7. CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS

A lo largo de la década de los noventa las condiciones monetarias y financieras de las economías francesa y española fueron haciéndose progresivamente más holgadas. Así, los tipos de interés a corto plazo experimentaron descensos muy significativos (véase gráfico I.11), que, en el caso de España, alcanzaron 12 pp, siendo más moderados en Francia (en torno a 7 pp). Los tipos de interés a largo plazo también mostraron una tendencia descendente, influidos por las decisiones de política monetaria en ambos países, por la progresiva reducción de los déficit públicos y por la progresiva desaceleración de los precios, que permitieron reducir los tipos de interés nominales hasta alcanzar mínimos históricos. Este último factor fue particularmente relevante en España, donde la inflación descendió desde un 6%, en los primeros años de la década de los noventa, hasta un 2%, al inicio de la Tercera Etapa de la UME. Asimismo, la perspectiva de creación de una unión monetaria fue un factor que impulsó el proceso de convergencia, facilitando así la reducción del grado de restricción monetaria en ambos países.

La progresiva holgura de las condiciones financieras se reflejó también en los mercados de renta variable, que registraron crecimientos inusuales de las cotizaciones bursátiles en la segunda mitad de la década de los noventa (véase gráfico I.11). Desde 1996 a 1998 el índice Ibex-35 de la Bolsa española creció un 42% anual, influido, en parte, por la disminución de los tipos de interés. Este crecimiento fue más moderado en los dos últimos años de la década. En Francia, las cotizaciones bursátiles registraron un patrón similar, aunque con una pauta temporal algo diferente. Al inicio de la segunda mitad de los noventa, el crecimiento del índice CAC40 fue inferior al del índice español, si bien en los dos últimos años el índice francés sobrepasó el crecimiento medio del español.

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES BURSÁTILES



Fuentes: OCDE, Banco de España y Banco de Francia.

El tipo de cambio, que constituye el precio de un activo relevante en la evaluación de las condiciones monetarias y financieras de una economía, experimentó fluctuaciones importantes, tanto en el caso de España como en el de Francia (véase gráfico I.12 en el anejo estadístico). Estas oscilaciones fueron particularmente intensas durante el período de crisis del SME (1992-1993), que afectó de forma significativa a la peseta y finalizó con la ampliación de las bandas de fluctuación. Después de ese período, en el que varias monedas tuvieron que ser devaluadas —la peseta, entre ellas—, la cesta de las monedas que integran los países que, posteriormente, accedieron a la Tercera Etapa registró una apreciación frente al dólar. La peseta española y el franco francés siguieron este mismo patrón temporal. En los tres años previos al inicio de la UME las oscilaciones del tipo de cambio de ambas monedas se hicieron más moderadas, en conformidad con los requisitos establecidos en el tratado de Maastricht. Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal presentó un patrón temporal similar al que se acaba de describir para el tipo de cambio frente al dólar, aunque con fluctuaciones más moderadas. Durante el período de crisis del SME el índice de tipo de cambio efectivo de la peseta experimentó la depreciación

CUADRO I.5

INVERSIÓN DIRECTA Y EN CARTERA

	1990-1993 Media	1994-1996 Media	1997-2000 Media
ESPAÑA			
Inversión directa y en cartera en el exterior	1,5	1,2	12,7
Inversión directa	0,8	0,8	5,5
Inversión en cartera	0,7	0,3	7,2
Inversión directa y en cartera en el país	8,5	1,4	8,7
Inversión directa	2,8	1,4	3,0
Inversión en cartera	5,7	0,0	5,7
FRANCIA			
Inversión directa y en cartera en el exterior	3,6	3,3	13,4
Inversión directa	2,1	1,6	6,3
Inversión en cartera	1,4	1,7	7,1
Inversión directa y en cartera en el país	4,4	0,6	8,6
Inversión directa	1,4	1,4	2,4
Inversión en cartera	3,1	-0,7	6,2

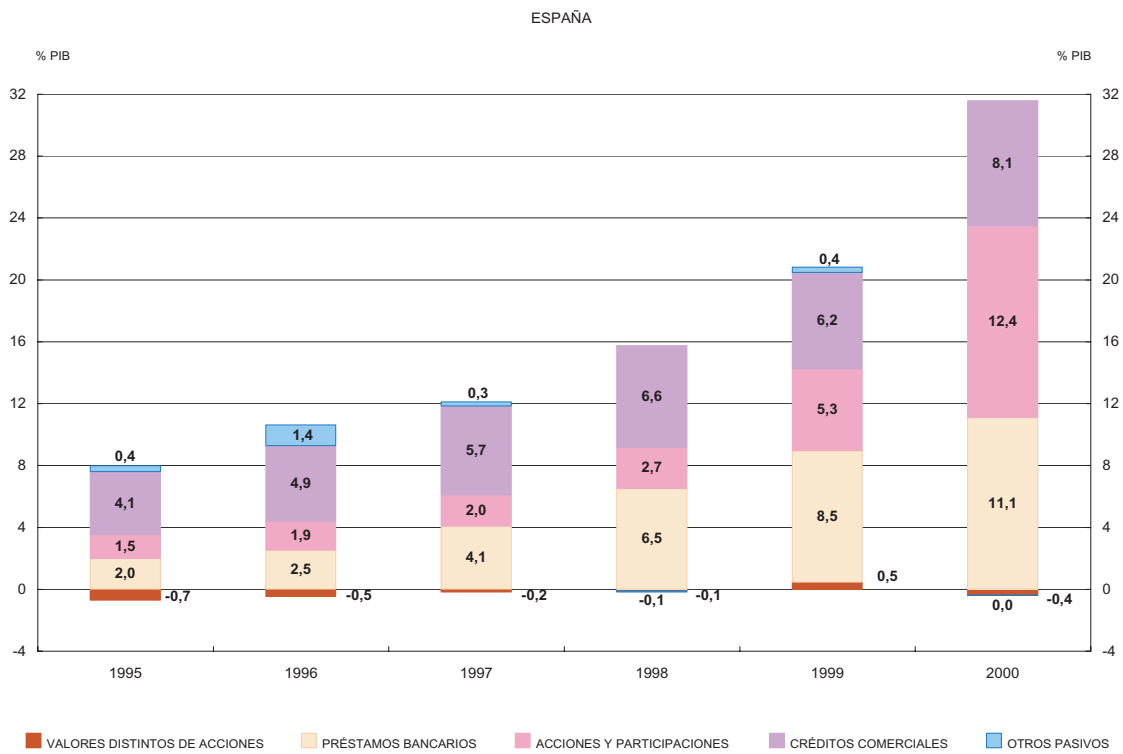
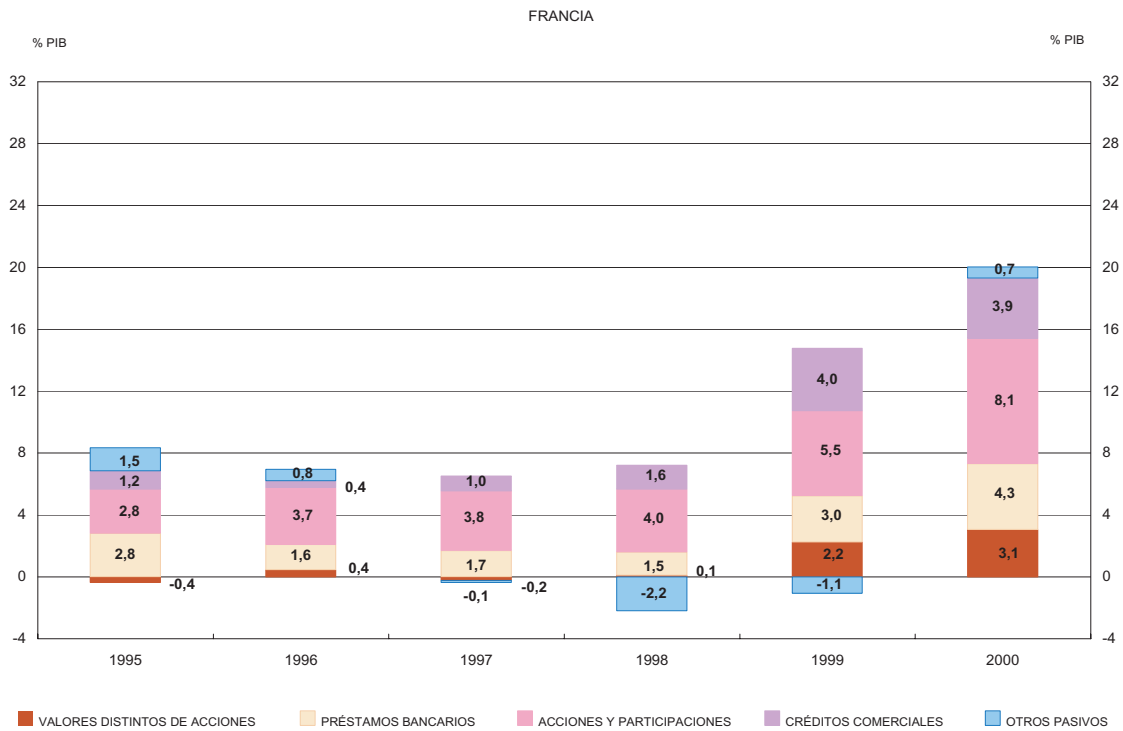
Fuentes: FMI y Banco de España.

más intensa ocurrida en la década de los noventa, en contraposición al índice francés, que se apreció, a pesar de la depreciación frente al dólar. La importancia de las transacciones en otras monedas distintas del dólar sería la razón de esta evolución de las variables cambiarias en Francia. Desde 1995, en cambio, apenas se han observado diferencias significativas entre la evolución del tipo de cambio efectivo en Francia y en España, de modo que las diferencias de competitividad han venido determinadas por los costes de producción, más que por las variaciones del tipo de cambio.

La importante reducción de los tipos de interés que tuvo lugar en España y el crecimiento del gasto del sector privado dieron lugar a una aceleración del crédito interno a este sector en la segunda mitad de los noventa (véase gráfico I.13 en el anejo estadístico), tras un período de escaso crecimiento, en el contexto de desaceleración económica de los primeros años de la década. El rápido crecimiento del crédito en los años más recientes fue el resultado de una aceleración, tanto en los préstamos a hogares como en los otorgados a sociedades no financieras. En el caso de Francia, el crédito interno presentó un patrón marcadamente distinto, registrando tasas de crecimiento negativas durante varios años. No obstante, al finalizar la década, la tasa de crecimiento de esta variable aumentó progresivamente, situándose en un 10% en el año 2000. Como consecuencia de la distinta evolución temporal en ambos países, la *ratio* crédito / PIB, que era inferior en España a la de Francia en los primeros años noventa, aumentó 20 pp, hasta situarse por encima de Francia al finalizar la década. Por el contrario, esta *ratio* disminuyó en Francia 15 puntos, experimentando cierto incremento en el año 2000.

En muchos países el crédito bancario constituye la principal fuente de financiación de los hogares. Sin embargo, es solo una de las distintas formas de financiarse de las sociedades no financieras. De acuerdo con los datos de la cuenta financiera de las empresas españolas y francesas, los préstamos bancarios representaron un 25%-35% de sus recursos, si bien en el período 1995-2000 esta proporción disminuyó en Francia y aumentó en España. El resto de las fuentes de financiación lo constituyen tanto la financiación no intermediada, obtenida directamente en los mercados financieros (papel comercial, bonos, acciones y otro tipo de participa-

PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

ciones) como el crédito comercial. La importancia de estas otras formas de obtención de recursos es, sin embargo, distinta en uno y otro país, habiendo evolucionado también de manera diferente (véase gráfico I.14). En España, las principales fuentes de recursos en la segunda mitad de los noventa fueron los préstamos bancarios y el crédito comercial, si bien la emisión de acciones adquirió cierta importancia en los años 1999 y 2000. La financiación a través de valores distintos de acciones fue, en cambio, prácticamente irrelevante. En Francia, por el contrario, los valores a corto plazo y las emisiones de bonos fueron más importantes, aunque este aspecto no es apreciable en el gráfico, debido a la incorporación en esta rúbrica de otras partidas, que compensan la importancia de las emisiones de este tipo de valores. La emisión de acciones también ha sido más relevante en Francia que en España, aunque, como se ha señalado, esta ganó importancia en los dos últimos años del período analizado. Por último, el crédito comercial constituye una fuente de financiación más importante para las empresas españolas que para las francesas, aunque, en términos netos, las primeras han sido prestamistas netos respecto al resto de sectores de la economía española, mientras que las empresas francesas fueron prestatarios netos durante la mayor parte del período.

La cartera de activos financieros ha experimentado también cambios significativos como consecuencia del notable aumento de las adquisiciones de otras compañías —muchas de ellas extranjeras— y la proliferación de operaciones de fusión e intercambio de participaciones. En 1995, la inversión en acciones y otras participaciones representaba solamente el 0,7% del PIB, en España, y el 1,3% del PIB, en Francia. Estos porcentajes se incrementaron a lo largo del período, alcanzando el 14,2% y 10,4%, respectivamente, en el año 2000. En ambos países, una gran parte de este aumento se debió a la adquisición total o parcial de empresas extranjeras y a alianzas transfronterizas. En el caso de España, la inversión en Latinoamérica ha desempeñado un papel importante (representando entre un 50% y 65% de los flujos de inversión directa en el exterior en 1998 y 1999), aunque en el año 2000 disminuyó su importancia relativa. Los países de la Unión Europea concentraron un 30%-40% de estos flujos de salida. Con el fin de dar una idea del proceso de creciente internacionalización de las empresas francesas y españolas, en el cuadro I.5 se presentan algunas cifras de la balanza de pagos.

Aunque no se presenta la distribución sectorial de los flujos de la balanza de pagos, los datos de inversión directa del cuadro pueden considerarse representativos de la inversión y financiación exterior de las empresas no financieras. Se ha incluido también la inversión en cartera, ya que la participación en empresas extranjeras queda reflejada, en determinados casos, en esta rúbrica. No obstante, no hay que olvidar que otros sectores, como las instituciones financieras o las Administraciones Públicas, son también relevantes en este tipo de flujos financieros. De acuerdo con esta información pueden distinguirse tres períodos. En el primero de ellos, la economía española recibió fondos del resto del mundo que, en promedio anual, representaban el 8,5% del PIB, de los cuales una parte importante se materializó en inversión en cartera. Durante este período, Francia recibió también una cuantía importante de flujos de inversión directa. Durante el segundo período (1994-1996), ambos países experimentaron una disminución de fondos provenientes del exterior, influidos por la debilidad de las condiciones económicas en los países industrializados. El período más reciente (1997-2000) se caracterizó, en cambio, por un gran incremento de los flujos de salida en forma de inversión directa y de cartera tanto en Francia como en España, como consecuencia del creciente interés de las empresas nacionales en los mercados extranjeros y del auge de las fusiones y alianzas transfronterizas. Al mismo tiempo, la entrada de inversión extranjera cobró nuevo auge en ambos países, influida por estos mismos factores así como por el proceso de redistribución internacional de carteras, tras el inicio de la Unión Económica y Monetaria.

CAPÍTULO II

CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS CENTRALES DE BALANCES DEL BANCO DE FRANCIA Y BANCO DE ESPAÑA POBLACIÓN Y MUESTRAS (*)

Todos los gráficos y cuadros de este estudio se integran en un anexo estadístico que se distribuye separadamente en la Red (www.bde.es). Este capítulo incluye los más relevantes, manteniendo la misma numeración que en el anexo estadístico, lo que explica los saltos de numeración existentes.

(*) Capítulo preparado por Ana Esteban (Banco de España) y Annie Sauvé (Banco de Francia).

I. CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE FRANCIA

La base de datos de empresas Fiben es el núcleo del sistema de información de empresas del Banco de Francia. Se trata de una base de datos con información descriptiva contable y financiera de las empresas no financieras, actualizada en tiempo real tan pronto como se reciben las cuentas anuales.

La base de datos cubre una amplia población de personas físicas y entidades legales. Recoge información contable y descriptiva, incluyendo todas las partidas del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, así como información complementaria básica referida a las cuentas.

En 1997, año seleccionado para describir la muestra y calcular la tasa de cobertura en relación con el total de las empresas registradas en el INSEE (Oficina Nacional Francesa de Estadística), unas 36.000 compañías suministraron información adicional al Banco de Francia. Esta subpoblación está formada por empresas que facilitaron información a la Central de Balances (CB).

1.1. La base de datos Fiben

Inicialmente, como parte de su función de refinanciación de papel comercial, el Banco de Francia solía recoger información con la finalidad de verificar la capacidad de crédito de los emisores de títulos presentados para su descuento. Esta información fue útil para el Banco durante el período en el que el descuento era un instrumento de política monetaria. En 1971, Francia abandonó este tipo de refinanciación, pero el Banco Central continuó recogiendo información sobre las empresas. En 1976, el Banco de Francia creó la base de datos Fiben empleando esta información. Desde 1982, todos los bancos han tenido acceso a esta base. Igualmente, los agentes económicos están autorizados a consultar Fiben. Antes de conceder un préstamo a una empresa, los bancos comerciales consultan la solvencia del demandante en la base Fiben.

1.1.1. Información contenida en la base de datos Fiben

La población de la base de datos incluye personas físicas y entidades legales que tienen oficinas registradas o están domiciliadas en la Francia metropolitana, y que pertenecen a una o más de las siguientes categorías:

- Empresas con una presencia financiera o económica significativa en términos de facturación (i. e., por encima de 0,75 millones de euros), fuerza de trabajo o capital.

- Empresas con préstamos bancarios por encima de ciertos umbrales, requiriendo notificación a la central de registro de créditos del Banco.
- Empresas que susciten preocupación debido a su posición financiera, su incapacidad para pagar las deudas a tiempo o la situación personal de sus directivos principales.
- Empresas con vínculos económicos o financieros con entidades legales o empresarios individuales incluidos en la población de la base de datos.
- Directores *de iure* de las anteriores compañías.

Se recoge una amplia gama de información, incluyendo:

- Detalles descriptivos, como el nombre de la empresa, su estatus legal, el código de negocio NAF, la dirección de las oficinas registradas, una lista de directivos y socios, detalles de los accionistas.
- Datos contables y financieros del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias.
- Información sobre los incidentes en el pago de facturas, así como riesgos notificados por las instituciones de crédito de acuerdo con las normas del Comité de Regulaciones Financieras y Bancarias.
- Información legal referente a juicios mantenidos por un juzgado civil o comercial acerca de un caso comercial.

La información procede de una variedad de fuentes, incluyendo periódicos de noticias legales, registros o juzgados comerciales, la Oficina Nacional de Estadística Francesa (INSEE) e instituciones de crédito, así como las mismas empresas.

La información se borra cuando:

- Se vuelve obsoleta, p. ej., una norma con una fecha específica (como la insolvencia o descalificación del administrador de una empresa); detalles de una liquidación judicial de una empresa individual que tuvo lugar diez años atrás.
- Está protegida por una ley de amnistía.

Estos datos proporcionan inestimable información para dirigir la política monetaria, a juicio de las autoridades francesas. El actual proceso de refinanciación está basado en títulos destacados que son seleccionados para las operaciones en el mercado de dinero, y, en particular, en papel comercial emitido por compañías que reciben un alto *rating* por el Banco de Francia («valor 3, según el sistema de *rating*»).

1.1.2. El rating del Banco de Francia

La información recogida sobre cada persona jurídica o entidad legal es analizada y después se emite como una sucinta valoración de conjunto fácilmente interpretable por los diferentes usuarios. El *rating* representa la opinión del banco central sobre la viabilidad a corto plazo de una empresa dada. Para establecer su opinión, el banco confía en su red de sucursales, que le proporcionan la información necesaria obtenida de fuentes locales.

El proceso de *rating* no es, en modo alguno, automático. Los *ratings* se revisan cada vez que algún hecho significativo llama la atención de los directores de las sucursales del Banco de Francia.

Las empresas que envían sus cuentas para que sean consideradas, son evaluadas por el sistema de *rating*. Los directivos y empresarios individuales posteriormente son informados si su *rating* refleja algún asunto en particular o una opinión negativa.

LOS OBJETIVOS DEL *RATING*

El *rating* concedido por el Banco de Francia pretende reflejar la valoración del Banco de una determinada situación o de un negocio comercial o industrial para un horizonte de dos años.

En términos de refinanciación del sistema bancario, el *rating* se emplea para determinar qué letras privadas se pueden elegir para las intervenciones del Banco Central en el mercado interbancario, y pertenecer a la «lista 2», en nombre del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Solo el papel comercial de empresas con el mejor *rating* («3») es considerado «elegible».

En términos de valoración de riesgo, el *rating* actúa como una herramienta analítica empleada no solo internamente por el Banco de Francia, sino también por la comunidad bancaria. En particular, los *ratings* proporcionan una visión general de la capacidad crediticia de las empresas.

El *rating* de una empresa puede emplearse para definir la situación de la firma en términos de facturación, salud financiera, entorno y facilidad para enfrentarse a los pagos.

RATING DE EMPRESA

El *rating* de una empresa refleja la opinión del Banco de Francia sobre la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos financieros en el horizonte de dos años, como se ha dicho. Los *ratings* tienen tres componentes:

- *Rating* de facturación: se indica por una letra entre A y H, J, N o X.
- *Rating* de crédito: se indica por un número: 0, 3, 4, 5 o 6.
- *Rating* de pagos: se indica por un número: 7, 8 o 9.

El *rating* puede ir acompañado por información adicional respecto a la transparencia informativa de la empresa, o indicando que las cuentas fueron presentadas tarde o no presentadas.

RATING DE FACTURACIÓN

Esta parte del *rating* indica el nivel de facturación de la empresa, como sigue:

Rating	Facturación	EUR	FRF
A	Mayor o igual a	750 millones	4,92 billones
B	Entre	150 y 750 millones	984 millones y 4,92 billones
C	Entre	75 y 150 millones	492 y 984 millones
D	Entre	30 y 75 millones	197 y 492 millones
E	Entre	15 y 30 millones	98,4 y 197 millones
F	Entre	7,5 y 15 millones	49,2 y 98,4 millones
G	Entre	1,5 y 7,5 millones	9,84 y 49,2 millones
H	Entre	0,75 y 1,5 millones	4,92 y 9,84 millones
J	Menor a	0,75 millones	4,92 millones
N	No significativas (empresas cuya facturación no es representativa de su negocio, o empresas que no desarrollan directamente una actividad industrial o comercial, sobre todo empresas <i>holding</i> que no publican sus cuentas consolidadas).		
X	Facturación desconocida o dato demasiado antiguo (relativo a un ejercicio financiero terminado hace más de 21 meses).		

RATING DE CRÉDITO

El *rating* de crédito se basa principalmente en:

- *Un análisis de la posición financiera de la empresa y de la rentabilidad*, si el tamaño de la empresa justifica obtener información contable. Este análisis tiene en cuenta las características inherentes a grandes sectores de actividad, así como características especiales del sector consideradas atípicas.
- *Una valoración* de la dirección, accionistas, empresas asociadas o aquellas con las que la empresa ha creado vínculos comerciales o financieros, el entorno inmediato de la empresa (mercados, regulación, etc.).
- La existencia de *incidencias de pago o procedimientos legales*.

El *rating* de crédito que se da a una empresa perteneciente a un grupo tiene en cuenta la posición financiera del grupo económico al que pertenece.

Hay cinco *ratings* de crédito:

- *Un rating de crédito 0* se da a empresas de las que el Banco de Francia no ha recibido información desfavorable y que no son suficientemente importantes como para garantizar la recogida de datos contables.
- *Un rating de crédito 3* es el *rating* de excelencia otorgado por el Banco de Francia a empresas que merecen la mejor valoración en términos de capacidad de crédito y cuya capacidad para hacer frente a sus compromisos financieros está completamente garantizada.
- *Un rating de crédito 4* se da a empresas que son capaces de hacer frente a sus compromisos financieros de forma satisfactoria, a pesar de tener ciertos factores de fragilidad o incertidumbre. Este *rating* es incompatible con otro de pago 8 o 9, que significa un deterioro de la posición de efectivo de la firma.

- *Un rating de crédito 5* se da a empresas cuya capacidad para hacer frente a compromisos financieros es motivo de preocupación.
- *Un rating de crédito 6* se da a empresas cuya capacidad para hacer frente a compromisos financieros es causa de seria preocupación.

RATING DE PAGOS

El *rating* de pagos ofrece información acerca de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos puntualmente. Hay tres *ratings* de pagos:

- *Rating de pagos 7* indica que en los últimos seis meses los pagos se hicieron en su fecha o que los incidentes reportados no fueron serios y no reflejan verdaderas dificultades de generar recursos.
- *Rating de pagos 8* indica que las dificultades de generar recursos de la empresa no provocan serias dudas en la capacidad crediticia de la empresa.
- *Rating de pagos 9* se utiliza cuando los incidentes en los pagos denotan serias dificultades de generar recursos, y la solvencia de la empresa está en serio peligro.

RATING DE DIRECCIÓN Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES

Con la finalidad de hacer una valoración más completa de una empresa, resulta útil tener en cuenta información sobre sus directivos, en la medida en que esta sea pública.

Por este motivo, el Banco de Francia concede este *rating* a las personas físicas que ejercen en funciones directivas o empresarios individuales. Este *rating* del Banco de Francia viene expresado por uno de los siguientes códigos de tres cifras:

- *000*: la información recogida por el Banco de Francia acerca del directivo no supone motivo de preocupación.
 - *040*: la información requiere una atención especial.
 - *050*: la información supone motivo de preocupación.
 - *060*: la información supone motivo de seria preocupación.
- *El rating 040* se otorga a un directivo que:
 - Actúa como representante legal de una compañía que, sin reparar en su *rating* de pagos, obtiene un *rating* 6 debido a una orden de liquidación judicial recibida en los últimos cinco años
 - Actúa como representante legal de al menos dos empresas con *rating* de pagos 9.
 - *El rating 050* se otorga a un directivo que:
 - Actúa como representante legal de dos empresas que han estado sujetas a una orden de liquidación judicial durante los últimos cinco años.

- Esté obligado por un tribunal a pagar deudas de la entidad legal, sea cual sea la responsabilidad pecuniaria.
- El rating 060 se otorga a un directivo que:
- Actúa como representante legal de al menos tres empresas que han estado sujetas a un juicio de liquidación de bienes o a una liquidación judicial en los últimos cinco años.
 - Sea protagonista de una decisión judicial (liquidación judicial, quiebra personal, o prohibición de dirigir, administrar o controlar una empresa).

1.2. La Central de Balances del Banco de Francia

1.2.1. Descripción

En 1968, a petición de la Comisión General de Planificación de Francia (*Commissariat général du plan*), el Banco de Francia creó una base de datos de empresas con la intención de proveer a la contabilidad nacional de estadísticas adicionales por tamaño y sector de actividad. El cuestionario de la Central de Balances se estableció con el acuerdo entre el Banco de Francia y la Oficina Nacional de Estadística (INSEE): sobre la base de las muestras tomadas de todas sus empresas miembros, [la Central] debería procesar y proporcionar toda la información que pudiera derivarse de las anotaciones contables (balances, cuenta de pérdidas y ganancias, información adicional, etc.). El Banco de Francia suministra a las autoridades monetarias y a aquellos que toman las decisiones económicas de información del entorno económico a través de los datos del análisis agregado de las empresas. Los datos derivados de las cuentas anuales de una empresa constituyen la fuente material para llevar a cabo estudios a nivel macroeconómico o microeconómico y para realizar análisis sectoriales o financieros. La base de datos denominada «Central de Balances» es un conjunto de datos procedentes de las empresas que voluntariamente envían sus cuentas anuales.

Las empresas industriales, comerciales y de servicios en sectores competitivos son animadas a colaborar, independientemente de su tamaño, régimen legal o tratamiento fiscal. Las empresas colaboran de forma voluntaria.

La carga de una deuda o una posición financiera vulnerable no es una barrera para ser miembro.

Sin la autorización de la empresa implicada, la Central de Balances no puede divulgar, de ninguna forma, la información individual que no esté sujeta a un requerimiento judicial. Tampoco puede publicar datos agregados en forma de estudio de resultados sectoriales que puedan revelar la posición de la empresa colaboradora.

Cada año, como contrapartida a su participación voluntaria, cada empresa recibe un informe individual con un análisis detallado de su posición, lo que supone una herramienta para la toma de decisiones, así como un estudio de los resultados agregados de su sector. Las series históricas, desde 1971 hasta el presente, hacen posible el estudio de ciclos económicos de larga duración. En 1997, unas 36.000 empresas del total de la población de la Fiben enviaron sus declaraciones fiscales, así como un informe adicional (un *dossier de collecte*) con detalles más precisos de algunas cuentas del balance, deudas y flujos patrimoniales. También debe enviarse una hoja adicional sobre construcción, trabajos públicos, empleo temporal y transportes de mercancías.

La información solicitada, que no pretende ser un inventario exhaustivo de la contabilidad de la empresa, es necesaria para:

- Comprobar la consistencia del *dossier*.
- Construir un cuadro de flujos.
- Examinar de cerca los aspectos fundamentales de un negocio o características especiales, como operaciones de arrendamiento financiero y deuda.

Como todas las entidades que emplean la contabilidad de las empresas, la Central de Balances es altamente dependiente del grado de estandarización contable. Desde 1986, la sucursal del Banco de Francia que recibe los estados contables de las empresas es también responsable de toda la operación de procesamiento de datos. Los datos se graban y comprueban a través de un programa informático interactivo, en colaboración con la empresa y sus contables, si es necesario. Una vez validado el balance, un archivo de análisis financiero (FAF) se genera y se envía a la empresa. El plazo de entrega entre el envío del balance y el envío del FAF se ha reducido a una semana, como máximo. La centralización de los datos individuales obliga a agruparlos de acuerdo con criterios apropiados. De forma general, la clave determinante de la clasificación de una empresa es su actividad básica. Desde 1994, la Central de Balances emplea la clasificación NAF 1993 del INSEE, que ordena las actividades de las diferentes empresas de acuerdo con su Código de Actividad Principal (Código APE).

Los datos adicionales recogidos en la base de datos se presentan en formas muy detalladas y son especialmente interesantes para análisis financieros, y para efectuar comparaciones internacionales.

Se llevan a cabo controles regularmente para comprobar que la base de datos es representativa. Las investigaciones están destinadas a controlar la calidad de la muestra y la cobertura, basada en el número de empleados. Estos controles se llevan a cabo por tamaños y sectores. La intención es alcanzar una cobertura total para grandes empresas (500 o más empleados), singularmente en el sector manufacturero. La tasa de cobertura debe alcanzar un 50% para empresas medianas que emplean de 20 a 500 personas, y un 10% de las pequeñas empresas. Si la cobertura no alcanza este umbral, se solicita a las sucursales que contacten con nuevas compañías de los sectores o tamaños que están escasamente representados en la base de datos.

En los últimos años, se han realizado esfuerzos activos para aumentar la participación de los sectores infrarrepresentados. La representatividad es satisfactoria en la industria (con una cobertura total del 60%) y aceptable en la construcción (34%), así como en el sector comercio (32%). En el sector servicios, algunos subsectores están bien representados y otros están siendo revisados.

1.2.2. Suministro especial de datos

Los principales datos adicionales suministrados por las empresas colaboradoras con la base de datos incluyen:

INFORMACIÓN DETALLADA DE BIENES DE EQUIPO ADQUIRIDOS A TRAVÉS DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO
O ACUERDOS DE ALQUILER FINANCIERO

Mientras que los balances fiscales ofrecen información parcial de los arrendamientos financieros (cuota del alquiler, pasivos por *leasing*), no ofrecen detalles acerca del arrendamiento financie-

ro que se emplea ampliamente en el sector de transportes. Además, la Central de Balances es la única base de datos francesa que identifica la cantidad de inversiones financiadas vía *leasing* y el valor de los activos fijos empleados por la empresa independientemente de cómo están financiados. Las inversiones de arrendamientos financieros están registradas como inmovilizado material, considerada como si estuviera financiada por un préstamo bancario que decrece en la medida en que se deprecia. Esta información es clave para calcular el detalle entre los factores de producción y la inversión de la compañía. También hace más significativas las comparaciones internacionales (1).

FUENTES DE CRÉDITO

Los datos de la Central de Balances permiten distinguir la financiación procedente del sistema bancario de los fondos obtenidos de empresas del grupo y asociadas.

Este detalle no está disponible en las declaraciones fiscales. Sin embargo, este tipo de información es vital en una época en la que las fusiones y consolidaciones están aumentando, incluso entre las empresas más pequeñas. Además, estos desgloses son esenciales para la reclasificación necesaria para estudios internacionales, a la vista del hecho de que Francia y España no utilizan los mismos métodos de contabilidad.

GASTOS FINANCIEROS

El concepto de gasto financiero empleado por la Central de Balances es mucho más preciso del utilizado en la declaración fiscal, ya que no incluye solo el gasto anual por intereses, sino también descuentos ofrecidos a los clientes y otros gastos financieros diversos. En Francia, de las diferentes bases de datos existentes, solo la Central de Balances del Banco de Francia proporciona una imagen precisa de intereses pagados en el ejercicio.

Estos datos se pueden emplear para analizar el cálculo del coste de las deudas financieras, desglosado en diferentes fuentes de financiación (instituciones de crédito, empresas del grupo y asociadas). Finalmente, la propuesta de introducir primas de riesgo de acuerdo con el tamaño de la empresa en el coste del crédito forma parte de un proyecto de investigación sobre el coste del crédito, llevada a cabo por el Consejo Nacional de Crédito (*Conseil national du crédit et du titre*, CNCT).

ANÁLISIS DE FLUJOS

El análisis de flujos afecta principalmente al esfuerzo inversor de la compañía, a las necesidades de fondo de maniobra y a cómo están financiadas a lo largo del año. Los flujos están calculados netos de contribuciones ligadas a procesos de reestructuraciones, y describen cambios «reales» en las situaciones patrimoniales (no son simples diferencias de balances).

Los diferentes tipos de financiación están claramente definidos a lo largo del tiempo, ya que se ofrece el desglose de nuevos créditos y amortizaciones. Esto permite un análisis detallado de cómo se financian las empresas. Con la finalidad de considerar la situación de la base productiva, desde el punto de vista de la solvencia a corto plazo, es vital obtener datos de flujos de entrada y salida de caja que permitan un conocimiento preciso de la situación de la tesorería a nivel de empresa individual.

(1) No obstante, como se expone en los epígrafes siguientes, en este estudio no se han incorporado los activos adquiridos en *leasing* al balance de las industrias francesas y españolas, con el fin de hacer más comparables los resultados.

COLABORACIONES LIGADAS A REESTRUCTURACIÓN

Los datos de la Central de Balances se usan para evaluar la importancia de operaciones de reestructuración (fusiones, escisiones, etc.), efectuando los ajustes necesarios para poder incluir el balance de la compañía afectada en los estudios. Empleando este tipo de datos es posible llevar a cabo estudios más profundos de reestructuración, un fenómeno que afecta a un número creciente de empresas.

ANÁLISIS ESPECÍFICO DE CIERTOS SECTORES

Finalmente, algunos informes adicionales contienen datos específicos que posibilitan análisis más significativos del transporte, empleo temporal y del sector de la construcción.

1.3. Perspectiva

La aproximación detallada llevada a cabo por la Central de Balances del Banco de Francia (CBBF) permite responder de forma rápida y precisa a los interrogantes de las autoridades económicas y monetarias.

La representatividad de los datos de la CBBF se controla gracias al cálculo de coberturas con respecto a la extensa base de datos del INSEE. Esto garantiza la validez de los resultados y autoriza ajustes, si fuera necesario.

Los datos de la Central de Balances permiten comparar análisis de empresas individuales (disponible en el FAF) con análisis generales o sectoriales. Esto es un ejercicio valioso, por dos razones:

- Hace posible evaluar cada compañía con respecto a su sector de actividad.
- Proporciona a los economistas una apreciación crítica de los conceptos empleados en los estudios, y especialmente en la construcción de *scores* (que se crean empleando los estudios estadísticos), que aseguran que se emplean las variables correctas, haciendo las investigaciones más eficientes.

2. CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LA CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España creó la Central de Balances (CBBE) en 1983, con el objetivo de recopilar y mantener información económico-financiera sobre la actividad de las empresas no financieras españolas y para mejorar su conocimiento (2). Para cumplir con este cometido, la CBBE se encarga de recoger información anual de las empresas no financieras que voluntariamente colaboran mediante la cumplimentación de un cuestionario anual (CBA) y, desde 1993, de recopilar información con periodicidad trimestral (CBT) de las empresas más significativas de entre las colaboradoras con la CBA. Además, desde 1991, en virtud de un acuerdo firmado con los Registros Mercantiles, se procesa la información proveniente de los depósitos de cuentas que las empresas están obligadas a realizar en los Registros Mercantiles; las cuentas anuales de las empresas pequeñas y medianas que son aptas para estudio se incorporan a una base de datos

(2) La Ley de Autonomía del Banco de España, promulgada en 1994, establece los cometidos que son de su competencia, recogiendo, entre ellos, tanto elaborar y publicar estadísticas relacionadas con las funciones del Banco de España, como promover el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero. La creación, mantenimiento y difusión de las bases de datos de la Central de Balances han venido supeditados a los fines referidos.

específica (CBB). Los resultados que se comentan en el capítulo III de este estudio se basan en la información existente en las bases de datos de la CBA y de la CBB.

2.1. Objetivos principales de la Central de Balances

- Contribuir al conocimiento del subsector empresas no financieras desde dos aproximaciones analíticas: según un *enfoque empresarial*, es decir, desde la óptica de la propia empresa y del empresario, y según un *enfoque de análisis económico general*, que pretende describir el proceso de generación y distribución de rentas y de acumulación, así como las situaciones patrimoniales (balances) de partida y cierre. Este último enfoque permite disponer de información sobre las operaciones financieras, activos y pasivos del subsector de sociedades no financieras aplicando para su elaboración normas deducidas de los sistemas de contabilidad nacional, concretamente de la cuarta revisión del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas, publicada en 1993 (SCN/93) y de su versión para la UE, el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC/95) (3). Estos datos son necesarios para la elaboración, por la Oficina de Estadística y Central de Balances, de las *Cuentas financieras de la economía española*. Los datos por sectores de actividad también están siendo utilizados por el Instituto Nacional de Estadística como ayuda en sus análisis de las Cuentas Nacionales y como fuente de contraste en la elaboración de las Tablas Input-Output.
- Mantener bases de datos con información completa y homogeneizada de empresas individuales con las que el Servicio de Estudios analiza el comportamiento empresarial y los efectos de las medidas de política monetaria, sobre la financiación y resultados de las empresas. Al mismo tiempo, la información individual disponible es una de las bases sobre la que la Oficina de Operaciones evalúa y propone al BCE la incorporación y el mantenimiento de empresas en la «Lista Dos» de colaterales (empresas cuyos pasivos son aportados y aceptados por el Banco de España como colateral en las operaciones de inyección de liquidez en el sistema financiero).
- Elaborar artículos con periodicidad trimestral que permitan un mejor conocimiento de la situación económica de las sociedades no financieras con el menor desfase de tiempo posible. Para la redacción de estos artículos se utilizan los datos de CBT y, una vez al año, los de CBA y CBB.
- Facilitar a las empresas colaboradoras información sectorial agregada y homogénea, como contraprestación por su colaboración.
- Difundir la información sectorial agregada para su uso por otros analistas ajenos al Banco: instituciones financieras, universidades, investigadores, administración central, comunidades autónomas y organismos públicos, nacionales e internacionales.

2.2. La Central de Balances Anual (CBA)

A partir de un directorio de unas 100.000 empresas (de un total de 700.000 existentes en España), la CBA mantiene en la actualidad una muestra no estadística de alrededor de 8.000 empresas, principalmente de tamaño mediano y grande. Para la base de datos de 1983 se cap-

(3) La información se obtiene después de varias etapas: a) cambio al formato de SEC 95; b) incluir algunos ajustes a los datos contables, p. ej., valoración a precios de mercado; c) unión de las bases de datos CBA y CBB para crear una base de datos integrada (llamada «CBI»); d) extrapolar al total poblacional, y e) incluir algunos ajustes finales a los datos finales para jerarquizar la información suministrada por otras fuentes.

taron 3.271 empresas, con una cobertura, respecto al valor añadido bruto a precios básicos del total de las sociedades no financieras obtenido de la Contabilidad Nacional, del 36,9%; para la base de datos de 1999 se recibieron 8.159 empresas, con una cobertura del 32% (para la base de datos del 2000 se han procesado más de 8.000 empresas a la fecha de presentación de este documento; esta base de datos está todavía abierta). La Central de Balances no dispone de una muestra de empresas que se haya diseñado mediante procedimientos estadísticos, dado que la colaboración con la base de datos es voluntaria. Existen unos sesgos que deben ser tomados en consideración por los analistas de los datos de la CBA. Referido a las diferentes actividades económicas, estas están desigualmente representadas, aunque destaca el peso que tienen en las bases de datos las actividades industriales. En la práctica, no están suficientemente representados en la CBA ni la agricultura ni los servicios distintos de los de transporte. Están bien representadas las siguientes actividades principales: producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua; fabricación de material de transporte, transporte, almacenamiento y comunicaciones; industrias químicas; refinado de petróleo y tratamiento de combustibles nucleares.

La información de CBA es de gran calidad y amplio detalle, ya que se obtiene a partir de un cuestionario propio que cumplimentan las empresas colaboradoras. Una vez que el cuestionario se recibe, es revisado en contacto directo con la empresa. Desde 1992, la CBA dispone de dos cuestionarios, normal y reducido, que se remiten a las empresas colaboradoras, según su plantilla supere o no el umbral de 100 trabajadores. La diferencia fundamental entre ambos cuestionarios reside en el número de datos solicitado en cada uno de ellos, según se indica en el cuadro siguiente:

Ítems de información de cada ejercicio de los cuestionarios

	Tipo de cuestionario	
	Normal	Reducido
Información contable	452	151
Informaciones adicionales	113	61
Total	565	212

Los cuestionarios de la Central de Balances se revisan periódicamente, para incorporar los cambios normativos registrados en el último año en el Plan General de Contabilidad, y para incluir las mejoras y sugerencias recibidas de los usuarios. El siguiente cuadro enumera de forma resumida el contenido de los cuestionarios de la CBA:

Contenido de los cuestionarios de la CBA

a) Datos de caracterización e informaciones no contables	b) Informaciones contables
Domicilio social	Balances de situación
Actividades desarrolladas	Cuentas de pérdidas y ganancias
Localización geográfica	Propuesta de distribución de resultados
Recursos humanos empleados	Impuesto sobre el Valor Añadido
Estructura de la propiedad	Informaciones necesarias para calcular un estado de origen y aplicación de fondos y similares
Procesos de reestructuración en el último ejercicio	Actualización y saneamiento de balances, y otras informaciones
Información para conocer si se trata de una empresa individual o de un grupo de empresas	Datos solicitados a las empresas afectadas por ciertas operaciones, que normalmente se obtienen en los contactos directos que se mantienen con ellas
Otros	Detalles por moneda, residencia del agente de contrapartida y relación intersocietaria

La CBA obtiene información completa de dos años en cada base de datos (para poder calcular tasas de variación de una muestra común) y clasifica con carácter general a las empresas, según diversos criterios (actividad principal, tamaño de la empresa, naturaleza pública o privada de la propiedad, comunidad autónoma donde radica su domicilio social), que son la base de los análisis de las distintas agrupaciones de empresas:

- En lo que respecta a *la actividad productiva*, las empresas se clasifican de acuerdo con su actividad principal. Los agregados de actividad disponibles se articulan en cuatro niveles. El menor es el de los grupos de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas 1993 (CNAE/93) a cuatro dígitos, en el que la CBA ha codificado a todas las empresas disponibles en sus bases de datos, abiertas y cerradas. La asignación de una empresa, que puede dedicarse a actividades productivas diferenciadas, a un único código de actividad, se realiza mediante el método descendente (*top-down*), definido por el INE. Posteriormente, una vez se clasifica cada empresa en un grupo de la CNAE, se emplea la tabla de actividades de la Central de Balances para asignar a cada empresa a un sector (se han definido 82), gran sector (existen 26) y grupo de actividad de la publicación anual de la Central de Balances, siendo 14 los que hay definidos en este último caso.
- En lo que concierne a *la clasificación por naturaleza*, se presentan separados los agregados de empresas públicas y privadas. En las bases de datos de la CB se considera que una empresa es pública cuando: *a)* la participación de las Administraciones Públicas, directa más indirecta, supera el 50%, y *b)* no manteniendo una participación mayoritaria, el control efectivo de la empresa (o, lo que es lo mismo, las decisiones de la administración de las empresas) es ejercido por las Administraciones Públicas. También se incluyen como empresas públicas las empresas que son controladas o participadas mayoritariamente por otras empresas que se encuadran, a su vez, en alguno de los dos casos antes referidos. La clasificación de las empresas en unos de estos grupos se hace para cada año, según su situación a 31 de diciembre.
- Respecto a *la clasificación por tamaño*, se toma como variable explicativa el número medio de trabajadores de cada empresa en cada uno de los años de la base de datos y se utilizan dos parámetros secundarios de catalogación: la cifra de total activo y la de total haber de la cuenta de pérdidas y ganancias, cuyo valor se establece como umbral de garantía que impida los errores de clasificación (que una empresa, aparentemente pequeña, según su número de empleados, quede catalogada como tal cuando su balance, gastos o ingresos, sea lo bastante elevado como para inutilizar el agregado). En 1996, la Recomendación 96/280/CE estableció la necesidad de aplicar unos criterios homogéneos en la definición de las PYME, que considera, en parte, los tres criterios antes referidos. La Central de Balances se ha adaptado, en lo básico, a esta Recomendación (esto es: pequeñas empresas, hasta 50 empleados; medianas, de 50 a 249; y grandes, de 250 empleados y más).
- Por último, la Central de Balances clasifica a las empresas en la provincia y comunidad autónoma en donde radica su *domicilio social*.

El cuadro siguiente resume los criterios de clasificación:

Criterios de clasificación de las empresas utilizados en la Central de Balances

Clasificación según	Criterios empleados
ACTIVIDAD	<ul style="list-style-type: none"> • Por actividad principal. Agregados de actividad disponibles: <ul style="list-style-type: none"> — CNAE/93 a cuatro dígitos. Asignación por el método descendente, definido por el INE. — Sectores CB: 82. — Grandes sectores CB: 26. — Grupos de actividad de la publicación anual: 14.
TAMAÑO	<ul style="list-style-type: none"> • Criterio mixto de asignación, basado en la Recomendación 96/280/CE, pero teniendo en consideración los parámetros: <ul style="list-style-type: none"> — Número medio de trabajadores. — Total Activo. — Total Haber de la cuenta de resultados. 1. Número medio de trabajadores: <ul style="list-style-type: none"> — Pequeñas: hasta 50 empleados. — Medianas: de 50 a 249 empleados. — Grandes: de 250 y más. 2. Activo y Haber: <p>El total Activo y el total Haber se establecen como umbral de garantía, que impide que una empresa pequeña, por el número de empleados, pero grande por balance o cuenta de resultados, quede catalogada entre las pequeñas y distorsione los agregados.</p>
LOCALIZACIÓN GEOGRÁFICA	<ul style="list-style-type: none"> • Por la CA en la que radica su domicilio social.

2.3. La base de datos de cuentas anuales depositadas en los Registros Mercantiles (CBBE/RM o CBB)

Desde 1991, la Central de Balances del Banco de España utiliza otra base de datos complementaria de la CBA para conocer la situación y evolución reciente de las empresas no financieras. La CBB se basa en una metodología de trabajo distinta, que explota los datos disponibles en fuentes administrativas, lo que, además, permite rentabilizar con fines estadísticos las obligaciones de todo tipo que recaen sobre las empresas. Desde 1990, las empresas españolas están obligadas a depositar sus cuentas anuales en los Registros Mercantiles de la provincia de su domicilio social con el objeto de hacerlas públicas. La Central de Balances y los Registros Mercantiles colaboran en lo relativo al depósito de cuentas. La información de los Registros Mercantiles es un elemento de contraste que, además, está permitiendo conocer las características de una amplísima muestra de empresas no financieras, a partir de la que se pueden inferir totales poblacionales y hacer un seguimiento de los estratos de empresas no financieras que están peor representados en la base de datos de la CBA (empresas de servicios y de pequeña dimensión). La Central de Balances está obligada a no difundir información individual, por lo que solo publicará de forma agregada (no empresa a empresa) el resultado de sus trabajos, que tienen, exclusivamente, fines de análisis económico.

Como resultado de la colaboración con los Registros Mercantiles, la Central de Balances les ofrece asesoramiento técnico y mantiene una base de datos, con información para los años 1990 a 2000, de un número de empresas creciente. El Banco de España impulsó la promulgación de la Orden del Ministerio de Justicia, de 14 de enero de 1994, que establecía la cumplimentación obligatoria de los modelos normalizados de cuentas anuales, lo cual supuso un cambio fundamental en el proyecto, pues a partir de ese momento se expandió de forma exponencial el número de cuentas (420.342 empresas en 1999, frente a 24.479 en el año 1992). Para el año 2001 se prevé recibir información de más de 450.000 empresas. Hay un campo que identifica si una empresa colabora también con la CBA para evitar duplicidades en la elaboración de

estudios que utilizan ambas bases de datos. Existe un formulario normal y otro abreviado en aplicación de las normas del Plan General de Contabilidad.

Características generales de la base de datos

- Las empresas de CBB, en las que solo se integran las de pequeña dimensión, representaron en 1990 el 0,4% del Valor Añadido Bruto a precios básicos del total de sociedades no financieras, frente al 12% del año 1998. Esta muestra tampoco es estadística. En los estudios que se realizan a partir de esta base de datos se excluyen las empresas medianas y grandes, aunque todas las empresas residentes presentan sus cuentas en los Registros y, por ello, finalmente también están disponibles en la Central de Balances (es decir, la cobertura de esta base de datos realmente estará próxima al 100% en los próximos años). La ausencia de contacto directo y la falta de depuración exhaustiva correlativa, de una parte, y la especialización de la CBA en el tratamiento de las medianas y grandes empresas, de otra, llevan a que en la CBBE/RM solo se utilicen las pequeñas empresas recibidas de los Registros Mercantiles, siempre y cuando no se dispusiera ya de ellas en la CBA.
- El número de empresas facilitadas en cada una de las bases es muy diferente, siendo los primeros años (1990 a 1992) menos representativos, debido al escaso número de empresas estudiadas. El número de empresas comunes, bajo en términos porcentuales respecto del total disponible, va en aumento (aproximadamente, unas 87.820 para las tres últimas bases). No obstante, el número de empresas aptas para estudio se ha estabilizado en cifras superiores a las 200.000, por lo que, dada la cantidad y homogeneidad de su tamaño, hace que esta base de datos, en la que sus últimos años son más comparables, sea una fuente de información de primera magnitud.
- Las empresas que se incorporan a las bases de datos se clasifican según su actividad principal (CNAE/93) y tamaño. En lo referente al tamaño de la empresa, la Central de Balances cataloga mediante un sistema similar al que emplea en la CBA, utilizando un triple criterio de clasificación. El principal es el número medio de empleados durante los dos años de cada base, que se complementa con unos criterios de garantía, tomando como referencia el total activo y el total del haber de la cuenta de pérdidas y ganancias.
- Las actividades cubiertas por esta base de datos son notablemente distintas a las cubiertas por la base de datos CBA. La participación de la industria manufacturera en el total de la base de datos es mucho menor que la que se observa en la CBA. Paralelamente, destaca la importancia que en esta base toman las ramas productivas del comercio y de los otros servicios. Para 1997, un 54,8% de las empresas se encontraban en esas actividades.
- La mayoría son empresas de tamaño muy reducido, según el triple criterio aplicado por la Central de Balances. Como referencia, se puede indicar que las empresas pequeñas en las bases de la CBA tienen, en media, unos 20 trabajadores, en tanto que, en esta base de datos, las empresas con menos de 50 trabajadores tienen una plantilla media de unos 7 empleados.

2.4. La Central de Balances Trimestral (CBT)

En 1993 se creó esta base de datos con la finalidad de obtener información de avance, a partir de una encuesta de periodicidad trimestral que sirve de contraste para los estudios que

sobre la coyuntura económica son elaborados por el Servicio de Estudios del Banco de España. En octubre de 2001, mes en el que se redacta este informe, está disponible una serie con 31 observaciones trimestrales consecutivas.

Al ser una encuesta trimestral, la información solicitada presenta un menor detalle que la encuesta anual. Colaboran aproximadamente 900 empresas de tamaño mediano y grande y se cubre un 17% del PIB del sector. La información obtenida se presenta con un desfase de 15 semanas. Los criterios de clasificación de tamaño, actividad y propiedad son los mismos que en la CBA.

2.5. Central de Balances Integrada (CBI)

Conceptualmente, una nueva base de datos se creó para servir de fuente en el proceso de extrapolación que permite obtener el sector de sociedades no financieras de las Cuentas Nacionales, a partir de la unión de las bases de datos de CBA y de CBB. Obviamente, estos datos no son los oficiales ni finales de la CN, y nunca lo serán, porque el sistema y proceso de obtener información (por agregación y extrapolación de las cuentas anuales) invalida los datos para este propósito. Aunque se hacen algunos cambios en los resultados finales (para, por ejemplo, valorar algunos elementos a valores cercanos a precios de mercado), las Cuentas Nacionales se obtienen dentro de un marco completo, coherente e interrelacionado, en el que la simple extrapolación de las cuentas anuales nunca podría integrarse.

De cualquier forma, el resultado de la extrapolación es un marco completo de inestimable valor como contraste en la elaboración de las Cuentas Financieras (CCFF), que es responsabilidad del Banco de España. Además, algunos elementos de las CCFF pueden ser directamente obtenidos solo a partir de los resultados de la CBI: acciones no cotizadas y otras participaciones de sociedades no financieras; crédito comercial interno al sector institucional; cartera de las AAPP en el sector de sociedades no financieras. Por último, los activos no financieros del balance de las sociedades no financieras son obtenidos por este sistema de extrapolación.

3. LAS POBLACIONES EMPRESARIALES FRANCESA Y ESPAÑOLA

Los datos que han servido para conocer a las poblaciones de empresas de España y Francia se han obtenido de los institutos nacionales de estadística de ambos países y están referidos a las empresas existentes en cada país el 31 de diciembre de 1997 (4).

Se tiene información del número de empresas y número de empleados existentes a esa fecha, y para este análisis se han utilizado los siguientes criterios de clasificación:

- Rango de empleo: de 0 a 49, de 50 a 199, de 200 a 499 y 500 o más empleados. Cuadros II.1.1 (véase cuadro resumen en el texto y resto de cuadros en el anexo estadístico).
- Sector de actividad: sección de la clasificación NACE (5). Cuadros II.1.2 (véase cuadro resumen en el texto y resto de cuadros en el anexo estadístico).

(4) El análisis de la población de empresas ha conllevado un trabajo previo de homogeneización, realizado por cada Central de Balances, de las formas jurídicas incluidas en la misma (lo que, entre otras cosas, ha significado tomar la decisión de incorporar las sociedades no financieras con cero empleados existentes en cada país). El aparente dato contradictorio, de que en España haya más sociedades no financieras que en Francia, vendría entonces explicado, aparte de por la diferente estructura poblacional (elevada participación en España de la microempresa), por el elevado ritmo de crecimiento de la población de empresas registrado en España en los últimos cinco años.

(5) En el caso español no hay información para las secciones A y B de la NACE.

CUADRO II.1

POBLACIÓN: COMPARACIÓN ESPAÑA-FRANCIA. CUADRO RESUMEN

1. Por rango de empleo

CUADRO II.1.1

Rango de empleo	Número de empresas no financieras (%)		Número de trabajadores (%)		Tamaño medio de empresa (número de trabajadores)	
	España	Francia	España	Francia	España	Francia
0- 49 trabajadores	97,2	95,3	47,6	34,4	5,4	7,1
50-199 trabajadores	2,2	3,7	18,1	17,4	89,1	93,8
200-499 trabajadores	0,4	0,7	10,4	10,8	300,2	302,1
500 trabajadores o más	0,2	0,4	23,9	37,4	1.688,8	2.105,5
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8

2. Por actividad

CUADRO II.1.2

Sector	Número de empresas no financieras (%)		Número de trabajadores (%)		Tamaño medio de empresa (número de trabajadores)	
	España	Francia	España	Francia	España	Francia
C INDUSTRIAS EXTRACTIVAS	0,3	0,3	0,7	0,5	25,7	29,3
D INDUSTRIA MANUFACTURERA	18,2	15,9	30,7	33,5	18,6	41,8
E PRODUCCIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE ENERGÍA ELÉCTRICA, GAS Y AGUA	0,2	0,1	1,0	1,8	47,2	236,0
F CONSTRUCCIÓN	14,8	8,9	11,9	8,0	8,9	17,8
G COMERCIO; REPARACIÓN DE VEHÍCULOS DE MOTOR, MOTOCICLETAS Y CICLOMOTORES Y ARTÍCULOS PERSONALES Y DE USO DOMÉSTICO	30,1	30,3	20,5	20,3	7,5	13,3
H HOSTELERÍA	6,0	5,0	5,5	3,4	10,1	13,5
I TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	5,5	4,2	7,3	11,6	14,7	54,2
K ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y DE ALQUILER; SERVICIOS EMPRESARIALES	17,9	29,7	13,7	16,6	8,5	11,0
M EDUCACIÓN	1,7	0,7	3,1	0,3	19,9	8,6
N ACTIVIDADES SANITARIAS Y VETERINARIAS; SERVICIOS SOCIALES	1,5	1,1	1,9	1,9	14,6	32,8
O OTRAS ACTIVIDADES SOCIALES Y DE SERVICIOS PRESTADOS A LA COMUNIDAD; SERVICIOS PERSONALES	3,8	3,8	3,7	2,3	10,5	11,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8

3. Por forma jurídica

CUADRO II.1.3

Forma jurídica	Número de empresas no financieras (%)		Trabajadores de empresas no financieras (%)		Tamaño medio de empresa (número de trabajadores)	
	España	Francia	España	Francia	España	Francia
Sociedades Anónimas (S.A.)	22,0	28,6	55,4	63,6	27,8	44,0
Sociedades de Responsabilidad Limitada (S.R.L.)	73,5	63,6	36,8	21,7	5,5	6,8
Resto	4,5	7,8	7,8	14,7	19,3	37,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	11,1	19,8

Fuentes: Institutos nacionales de estadística de España y Francia, y centrales de balances del Banco de España y del Banco de Francia.

- Condición jurídica: se distinguen sociedades anónimas, sociedades de responsabilidad limitada y resto (cooperativas, sociedades colectivas, comanditarias y organismos autónomos). Cuadro II.1.3 (véase cuadro resumen en el texto y resto de cuadros en el anexo estadístico).

Los cuadros II.1.1 facilitan información del número de empresas (cuadro II.1.1.1) y número de empleados (cuadro II.1.1.2) de cada país por rango de empleo en valores absolutos y en estructura. También se ha obtenido el número medio de empleados para cada uno de los rangos (cuadro II.1.1.3). A partir de ellos, pueden observarse dos características diferenciadoras de ambos países; si bien el número de empresas en ambos países es parecido, el número de empleados es casi el doble en Francia. Esto significa que el tamaño medio de las empresas francesas es prácticamente el doble al de las españolas. Así, para el total se obtiene que las empresas españolas en media tienen 11,1 empleados, frente a los casi 19,8 empleados de las empresas francesas.

Si se analiza el dato en función del tamaño de empresa (según rango de empleo), se ve que la estructura en función del número de empresas es muy similar en todos los tamaños. En ambos países, la mayor parte de empresas se concentran en el rango de 0 a 49 empleados (97,2% en España y 95,3%

en Francia). Pero si se analiza este mismo dato en función del número de empleados, las diferencias son muy acusadas en las empresas entre 0 y 49 empleados y en las de 500 o más. En ambos rangos hay 13 puntos de diferencia entre los dos países. Así, el 47,6% del empleo español se concentra en las pequeñas empresas, frente al 34,4% francés, mientras que en las empresas de más de 500 empleados se concentra el 23,9% del empleo español, frente al 37,4% en Francia. Los otros dos rangos de empleo muestran pesos muy parecidos en ambos países. De nuevo estos datos se reafirman en el cuadro resumen II.1.1, al analizar el tamaño medio de las empresas en cada rango de empleo. La pequeña empresa española tiene una media de 5,4 trabajadores, frente a 7,1 en la francesa, y la gran empresa española emplea en media a 1.688,8 trabajadores, frente a 2.105,5 de la francesa.

Los cuadros II.1.2 facilitan la misma información anterior, pero clasificada por sectores de actividad. Se observa que no existen grandes diferencias estructurales en las actividades empresariales desarrolladas en ambos países. En Francia y España, la actividad que cuenta con mayor número de empresas es la sección G de la NACE, que básicamente comprende a las empresas de comercio (en torno al 30%). Hay dos actividades en las que se observan mayores diferencias: en el caso español, la construcción representa el 14,8% del total de empresas, mientras que en Francia esta cifra se sitúa en el 8,9%, y por otro lado, al sector de «actividades inmobiliarias y de alquiler; servicios empresariales» en España se dedican el 17,9% de las empresas, mientras que en Francia este dato se eleva al 29,7%. Estas cifras ponen de manifiesto el mayor peso del sector terciario en la economía francesa, en consonancia con la terciarización de las economías más desarrolladas.

El cuadro resumen II.1.2 del texto también confirma que el reparto del empleo por actividades en ambos países guarda cierto parecido. En este caso es la industria manufacturera la que más empleo absorbe, con casi el 30,7% en España y el 33,5% en Francia. El sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones es el que presenta más diferencias, pues mientras que en España el 7,3% del empleo se concentra en este sector, en Francia alcanza el 11,6%. Por último, si analizamos el número medio de empleados de cada sector (cuadro resumen II.1.2 y cuadro II.1.2.3 del anexo estadístico), se ve que prácticamente en todos los sectores el tamaño medio de la empresa francesa es mayor que en la española, pero especialmente destacable son los sectores de «producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua» con 236 empleados por empresa francesa, frente a 47,2 en la española; «transporte y comunicaciones» con 54,2 empleados en media en Francia y 14,7 en España, y por último, la «industria manufacturera» con 41,8 empleados en Francia, frente a 18,6 en España.

Finalmente, los cuadros II.1.3 informan de la composición empresarial en cada país atendiendo a la condición jurídica de las empresas. En España la forma jurídica predominante es la sociedad de responsabilidad limitada (SL), debido a que la pequeña empresa es la forma que más utiliza, al ser mucho más bajo el capital requerido (3.000 euros) que en las sociedades anónimas (por encima de 60.101 euros). Así, el 73,5% de las empresas son SL y el 22% son sociedades anónimas (SA). En Francia también se repite esta situación, aunque el reparto está más compensado, al situarse el 28,6% de las empresas entre las SA y el 63,6% se constituyen bajo la forma de SL. En cuanto al empleo en ambos países, la proporción se altera; en España, el 55,4% de empleados trabajan en SA y el 36,8 en SL, mientras que en Francia las cifras son aún más acusadas, con un 63,6% del empleo en SA y el 21,7% en SL. En ambos países las restantes formas jurídicas, tanto en número de empresas como de empleados, tienen un papel residual.

4. CARACTERÍSTICAS Y COBERTURA DE LAS MUESTRAS DE LA CENTRAL DE BALANCES FRANCESA Y ESPAÑOLA

4.1. Muestras de las centrales de balances francesa y española

Los cuadros II.2 facilitan información de las coberturas de las muestras respecto del número de empresas (cuadros II.2.1) y número de empleados (cuadros II.2.2), tanto por rango de

COBERTURA: COMPARACIÓN ESPAÑA-FRANCIA. CUADRO RESUMEN

	Número de empresas	Cobertura	Número de trabajadores	Cobertura
ESPAÑA				
Muestra	128.831	22,1%	2.034.723	31,6%
Población	582.936		6.442.364	
FRANCIA				
Muestras: FIBEN	165.708	29,1%	8.517.082	75,9%
CdB	36.244	6,4%	4.044.900	36,0%
Población	569.512		11.221.880	

Fuentes: Institutos nacionales de estadística de España y Francia, y centrales de balances del Banco de España y del Banco de Francia.

empleo como por sector de actividad para el año 1997. Como se ha informado en puntos anteriores, la CBBE ha utilizado conjuntamente información de sus dos bases de datos anuales, CBA y CBB, mientras que la CBBF, de las dos bases de datos que tiene (FIBEN y CB), ha utilizado para este trabajo las empresas de CB. No obstante, en los cuadros II se da información de ambas bases de datos. La cobertura por número de empresas en España se sitúa para el total de empresas en el 22,1%. En Francia la base de datos FIBEN cubre el 29,1% del total de empresas y la CB el 6,4%. Por número de empleados, la muestra española representa el 31,6% del total empleo y la francesa se sitúa en el 75,9% FIBEN y 36% la CB. (Véase cuadro resumen II.2.)

En cuanto al análisis por rango de empleo, en ambos países se observa un sesgo hacia la gran empresa (más de 500 empleados), con coberturas en el caso español del 53,5% del número de empresas y 70,2% del número de empleados, y en el caso francés del 85,4% y 88%, respectivamente, en FIBEN y 52,5% y 51,6% en CB, para empresas y empleados. El cuadro II.1.1.2 también confirma esta sobrerrepresentación de la gran empresa en ambas muestras, pues mientras en la población este grupo representa el 23,9% del empleo español y el 37,4% del francés, en las muestras de ambos países (CB en el caso de Francia) la cifra se sitúa en el 53% y 53,4%, respectivamente. Este sesgo también se aprecia en el análisis de los tamaños medios de las empresas; en el caso de la muestra española, el empleo medio por empresa es de 15,8 empleados (frente a 11,1 empleados medios en la población); en el caso francés, la muestra presenta un empleo medio de 111,6 empleados, sustancialmente superior al dato medio de la población, que es de 19,8 empleados por empresa.

Las coberturas por sectores de actividad en España muestran una representación desigual (6). Los sectores en los que predomina la gran empresa, como son «producción de energía eléctrica», «transporte, almacenamiento y comunicaciones», «minería» y, en menor medida, «manufacturas» presentan coberturas respecto del número de empleados del 100%, 66,5%, 45,9% y 34,7%, respectivamente (véase cuadro II.2.2.1 en el anexo estadístico). Por el contrario están peor representados los sectores donde el número de empresas pequeñas es mayor, como «hoteles y restaurantes», «construcción» e «inmobiliarias» con coberturas de empleo del 19,3%, 23,5% y 25,4%, respectivamente.

(6) Los sesgos que provienen de las diferencias estructurales entre población y muestra podrían eliminarse, en parte, por la reponderación de la información muestral a partir de los pesos que los diferentes subsectores tienen en la población. Las centrales de balances, que han utilizado esta aproximación en otros estudios con diferente propósito, han optado por trabajar con los datos obtenidos directamente de las muestras. La conexión directa así obtenida entre los datos agregados y la información individual de las empresas, que es necesaria para la realización de este tipo de estudios, aconseja el uso directo de los datos agregados.

En el caso de Francia la situación es distinta según cuál sea la base de datos analizada. Las coberturas de empleo de la base de datos FIBEN alcanzan cifras del 95,7% en «producción de electricidad», 89% en «transporte, almacenamiento y comunicaciones» y 81,9% en «manufacturas», mientras que en CB los datos se sitúan en 9%, 25,9% y 55,3%, respectivamente (véase cuadro II.2.2.2 en el anexo estadístico). Como el objeto de este trabajo es el análisis de las manufactureras y CB ofrece una buena representación de este sector y más acorde con las cifras de la muestra española, la base de datos elegida por el Banco de Francia ha sido esta última.

4.2. Criterios en la construcción de la muestra en este estudio

El análisis de la estructura financiera y los resultados de las empresas se realiza a partir de los balances y cuentas de resultados de las empresas no financieras disponibles en las bases de datos de cada banco central nacional. En el caso de Francia se suelen utilizar los dos años de cada muestra cilíndrica en todos los estudios. En este estudio se utiliza el segundo año de cada base de datos en los análisis de estructuras y *ratios*, y los dos ejercicios, para la obtención de tasas de variación (7). La aproximación de utilizar dos ejercicios consecutivos es la comúnmente adoptada por el Banco de España, debido a que las cuentas anuales de las empresas de sus bases de datos contienen información completa de dos años, con el propósito de reflejar adecuadamente las evoluciones económicas. Las mismas empresas se analizan en los años N y N-1; las empresas que se declaran en quiebra o desaparecieron en el año N, así como las que se constituyeron en el año N se procesan aparte de los dos años (N-1, N) de la muestra cilíndrica. Esta forma de procesar los datos proporciona la información más válida y rigurosa para el análisis de la evolución económica con el mayor número de empresas posible.

En el capítulo III de este documento, las *empresas industriales* de la muestra francesa de la CdB y de las muestras españolas de la CBA/CBB se han analizado para los años 1991 a 1999. Las empresas estudiadas son las pertenecientes a la sección D de la NACE- Rev I (CNAE 1993 en España y clasificación del INSEE NAF 1993 en Francia), excluyendo «Refino de petróleo y tratamiento de combustibles nucleares». Dentro de las empresas industriales, se ha realizado un análisis según el tamaño de la empresa y su sector de actividad.

- Tamaño: las empresas industriales, en este estudio, se han analizado considerando cuatro estratos de tamaño:
 1. Empresas pequeñas: entre 0 y 49 empleados
 2. Empresas medianas: entre 50 y 249 empleados
 3. Empresas grandes: desde 250 empleados. Dentro de este tamaño se han analizado dos categorías más:
 - De 250 a 499 empleados.
 - De 500 o más empleados.
- Sector de actividad: las empresas se han dividido en tres categorías, en función del tipo de producto que fabrican, con el objeto de identificar mejor las pautas de comportamiento. Así se distinguen:
 1. Industria de bienes de consumo.
 2. Industria de bienes intermedios.
 3. Industria de bienes de equipo.

(7) Las cifras y *ratios* que se han usado para los gráficos son las del segundo año de la muestra cilíndrica.

MUESTRA DEL ESTUDIO. AÑO 1997

	Número de empresas		Número de empleados	
	España	Francia	España	Francia
Total industria	23.473	14.833	734.818	1.863.130
Por rango de empleo				
0-49 empleados	21.904	9.249	217.529	237.106
50-249 empleados	1.094	4.278	112.171	465.190
250 y más empleados	475	1.306	405.118	1.160.834
250-499	249	714	80.766	248.536
500 y más	226	592	324.352	912.298
Por Sector				
Bienes de consumo	10.635	4.843	243.699	544.644
Bienes de equipo	3.957	3.347	218.933	586.877
Bienes intermedios	8.881	6.643	272.185	731.609

Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

- **Indicadores estadísticos:** las medidas estadísticas utilizadas han sido la media ponderada y, para algunos datos, la mediana. La media ponderada se calcula dividiendo el agregado de los numeradores entre el agregado de los denominadores. La elaboración de la mediana conlleva calcular cada variable para todas las empresas de la muestra; una vez que las empresas han sido ordenadas de menor a mayor, separa a la población estudiada en dos partes iguales. La media ponderada refleja la posición agregada del sector industrial en cada país, pero este indicador puede estar influenciado por las empresas de mayor dimensión. La mediana da el valor central de la distribución y en ese caso cada empresa, cualquiera que sea su tamaño, tiene el mismo peso.

En el cuadro II.3, referido a un año concreto del estudio, se ofrece el número de empresas y empleados de las muestras francesa y española para el sector de la industria. En el cuadro se clasifica a las empresa según los tamaños y sectores utilizados en este estudio.

5. ASPECTOS METODOLÓGICOS DE ESTE ESTUDIO

5.1. *Leasing*: Diferencias en los planes contables nacionales

5.1.1. *Leasing financiero en Francia*

Debido a que la IV Directiva no proporciona ninguna regla sobre el detalle de los activos en arrendamiento financiero, los requerimientos para el registro del *leasing* no están armonizados en la Unión Europea.

En general, se puede afirmar que bajo la ley francesa, el principio de propiedad jurídica se tiene en consideración en las cuentas individuales, mientras que la aproximación económica puede adoptarse en las cuentas consolidadas. Los estados financieros franceses incluyen los activos en régimen de *leasing* dentro del balance del arrendador y no en el del arrendatario hasta que la opción de compra es ejercida. Bajo estas condiciones, *la contabilización del leasing en las cuentas individuales no es la misma en Francia que en España.*

En este estudio, para cumplir con los principios contables franceses, los activos en régimen de *leasing* no están incluidos en el activo del balance y las obligaciones derivadas de estos bienes no están incluidas en el pasivo. Sin embargo, información adicional suministrada por las empresas a la Central de Balances Francesa permite evaluar el peso de los bienes en

régimen de arrendamiento financiero o *leasing* y mejorar la calidad de las comparaciones hechas entre países.

La información adicional que se obtiene permite que:

- Por un lado, el peso de los activos de *leasing* pueda ser tenido en cuenta mediante la *ratio* «activos de *leasing* netos /total balance».
- Por otro lado, el peso de las deudas generadas por el *leasing* ha sido medido por la comparación de esta cantidad sobre el total de la deuda financiera.

En la cuenta de resultados, el gasto derivado de los bienes en *leasing* se divide en dos partes:

- La primera corresponde a una estimación de la depreciación que la empresa debería haber dotado si hubiera adquirido directamente el activo en lugar de arrendarlo.
- La segunda corresponde a los gastos financieros del préstamo imputado.

En flujos, *la inversión productiva* puede ser incrementada por la cantidad del valor de los activos que aparecen en el contrato de *leasing*.

En conclusión, en la contabilidad francesa hay una aproximación dual del *leasing*; la aproximación jurídica es la que se adopta en las cuentas individuales, mientras que la aproximación económica es la seguida en las cuentas consolidadas. En este estudio, que se ha realizado a partir de las cuentas individuales, se ha adoptado la aproximación jurídica; así, los bienes adquiridos en régimen de arrendamiento financiero no se han incluido dentro del activo del balance, ni las deudas relacionadas con estos bienes se han incorporado a los pasivos. Sin embargo, para evaluar la importancia del *leasing* en el total activo, se ha calculado la *ratio* «*leasing* sobre total activo», que es analizada en el capítulo III.

5.1.2. Leasing financiero en España

El Plan General de Contabilidad Español (PGCE), aprobado por el RD 1643/1990, establece en las normas de valoración una referencia específica a la contabilización del *leasing*. Se transcribe a continuación la redacción literal de la norma española:

«Cuando por las condiciones económicas del arrendamiento financiero no existan dudas razonables de que se va a ejercitar la opción de compra, el arrendatario deberá registrar la operación en los términos establecidos en el párrafo siguiente.

Los derechos derivados de los contratos de arrendamiento financiero a que se refiere el párrafo anterior se contabilizarán como activos inmateriales por el valor al contado del bien, debiéndose reflejar en el pasivo la deuda total por las cuotas más el importe de la opción de compra. La diferencia entre ambos importes, constituida por los gastos financieros de la operación, se contabilizará como gastos a distribuir entre varios ejercicios. Los derechos registrados como activos inmateriales serán amortizados, en su caso, atendiendo a la vida útil del bien objeto del contrato. Cuando se ejercite la opción de compra, el valor de los derechos registrados y su correspondiente amortización acumulada se dará de baja en cuentas, pasando a formar parte del bien adquirido. Los gastos a distribuir se imputarán a resultados, de acuerdo a un criterio financiero.

Cuando, por las condiciones económicas de una enajenación, conectada al posterior arrendamiento financiero de los bienes enajenados, se desprenda que se trata de un método de financiación, el arrendatario deberá registrar la operación en los siguientes términos: se dará de baja el valor neto contable del bien objeto de la operación, reconociéndose simultáneamente y por el mismo importe el valor inmaterial. Al mismo tiempo deberá reconocerse en el pasivo la deuda total por las cuotas más el importe de la opción de compra; la diferencia entre la deuda y la financiación recibida en la operación se contabilizará como gastos a distribuir en varios ejercicios.»

En definitiva, el Plan de Contabilidad Español obliga a contabilizar el bien objeto de arrendamiento financiero en el activo inmaterial siempre que al final del contrato se vaya a ejercitar la opción de compra de ese bien. Por el contrario, en el Plan de Contabilidad Francés (PGCF) no se contempla la activación del bien arrendado. *Para garantizar la comparabilidad de los datos en este estudio, el Banco de España ha eliminado los bienes en leasing del activo del balance, y la deuda generada por estos activos se ha eliminado del pasivo.*

5.2. Criterios de contabilización de los efectos descontados

El PGCE establece que las empresas que decidan descontar un efecto comercial en una entidad de crédito deberán registrar esta operación en el activo del balance a través de la cuenta «Clientes, efectos comerciales a cobrar» en el momento de la aceptación de los efectos. Por la financiación obtenida por el descuento de efectos, en el pasivo se registrará una deuda que se contabilizará en la cuenta «Deudas a corto plazo con entidades de crédito». El PGCF no contempla la incorporación al Balance de esta información, pero sí obliga a recoger los efectos descontados por las empresas en entidades de crédito, en cuentas de orden fuera del balance. Para poder comparar los balances de las empresas industriales de ambos países, el Banco de Francia ha incorporado, dentro de los clientes del activo y dentro de las deudas con entidades de crédito a corto plazo del pasivo, la información del descuento de efectos.

5.3. Criterios de clasificación por plazo

El criterio seguido por el PGCE (en línea con las normas internacionales) en la clasificación entre el corto y largo plazo es el que atiende al vencimiento de los activos y/o pasivos (plazos según madurez). Esto significa que una inversión financiera o un derecho de cobro o una obligación de pago con vencimiento superior a un año, se clasificarán en el largo plazo, pero se deberá traspasar a corto plazo la parte de ellos que vaya a vencer en un plazo inferior a un año. En el caso de Francia, el análisis de la deuda bancaria, de acuerdo a su vencimiento, se basa en la naturaleza de la deuda en origen. Con esta premisa, los préstamos que vayan a vencer en un plazo inferior a un año se clasifican en el medio o largo plazo, si en el origen este préstamo vencía en un plazo superior al año, mientras que en España se incluye en el corto plazo.

Este diferente criterio de registro entre los dos países no ha sido posible corregirlo en este documento, lo que debe ser tenido en cuenta por el lector.

5.4. Tabla de paso

5.4.1. Balance

El esquema II.1 presenta las variables del modelo de balance utilizado en este estudio y los códigos de los cuestionarios franceses y españoles que permiten calcularlo. El cuestionario francés se presenta a continuación, esquema II.2, con la descripción de cada código. Los cuestionarios españoles pueden consultarse en la página web del Banco de España (www.bde.es).

5.4.2. Cuenta de pérdidas y ganancias

El esquema II.3 recoge las variables de la cuenta de pérdidas y ganancias utilizadas en este estudio y los códigos del cuestionario fiscal francés y de los cuestionarios españoles que permiten calcularlas. El cuestionario francés (cuenta de pérdidas y ganancias francesa) se presenta a continuación, esquema II.4, con la descripción de cada código. Los cuestionarios españoles pueden consultarse en la página web del Banco de España (www.bde.es).

TABLA DE PASO DE LOS CONCEPTOS DEL BALANCE

FORMATO DE BALANCE PARA ESTE ESTUDIO	FRANCIA (a)	ESPAÑA (b)		
	Códigos del cuestionario fiscal francés	Base de datos CBA		Base datos CBB
		Códigos del cuestionario normal	Códigos del cuestionario reducido	Códigos del cuestionario de CBB
CONCEPTOS DEL ACTIVO	I+II	I+II	I+II	I+II
I. Activos fijos	I.1 a I.3	I.1 a I.3	I.1 a I.3	I.1 a I.3
1. Inmovilizado inmaterial	AB-AC+AD-AE+AF-AG +AH-AI+AJ-AK+AL-AM	103+146+104-106+387	103+146+104-190	121000+130000+ 122000
2. Inmovilizado material	AN-AO+AP-AQ+AR-AS +AT-AU+AV-AW+AX- AY	111+112-121-122+113 -123-130+114+115+116 +117+118+1307-124- 125-126-127-128+1306	110	123000
3. Inmovilizado financiero	CS-CT+CU-CV+BB-BC +BD-BE+BF-BG+BH-BI	131+141-187	131+141	124000+125000
II. Activo circulante	II.1 a II.4	II.1 a II.4	II.1 a II.4	II.1 a II.4
1. Existencias	BL-BM+BN-BO+BP- BQ+BR-BS+BT-BU BV-BW+BX-BY	153	153	142000
2. Deudores comerciales		142+158-162	142+983+129+ (158-983-129)*k637	143000+147000 +217000
3. Otros deudores	BZ-CA	310+171+172+173 +362+363-365-176 +198+162+187+182	310+(166*k97)+(158 -983-129)*k363+182	
4. Tesorería	CD-CE+CF-CG	177+311+168+169 +170+174-175+360 -199+361-364+178	177+311+178 +(166*k903)	144000+145000+ 218000+146000
CONCEPTOS DEL PASIVO	III + IV +V	III + IV +V	III + IV +V	III + IV +VI
III. Fondos propios	DL	302-101-152+303 +304+305+312-314 -797+306-307+308 +309-106+387+ ((106*149)/ (((387*913)/516)+149))	302-101-152+ 303 +304+305+312+191 +309-190+(-146+ ((146*190)/104))	211000-110000 -141000+ 212000 +213000+214000 +215000+216000 +220000
IV. Provisiones para riesgos y gastos	DR	779+874+875+876 +1321+1328	317+332	230000+260000
V. Recursos ajenos	V.1 a V.3	V.1 a V.3	V.1 a V.3	V.1 a V.3
1. Deuda financiera	DS+DT+DU+DV+DO	324+985+325+986- ((106*149)/ (((387*913)/516)+149))+ 329+988+326+327 +330+366+328+331 +987-1027 +335+352+989+996	322+998+900-(-146 +((146*190)/104))	240000+250000
2. Acreedores comerciales	DW+DX	338+337+339+346 +991+992+993	(600*k323)+999	
3. Otros acreedores	DY+DZ+EAI	342+351+995+340+341 +343+347+314+797	(600*k677)	
PRO MEMORIA: Préstamos de empresas del grupo y asociadas	6324.4 + 6118 + 6312.4 + VI	985+986+988+989 +349+350+996	323	n.d.
Créditos a empresas del grupo y asociadas (activo)	6219.4+6117+VC			

(a) Véase cuestionario fiscal francés a continuación de esta tabla.

(b) Véanse cuestionarios españoles en la página web del Banco de España (www.bde.es).

BALANCES DEL CUESTIONARIO FISCAL FRANCÉS

Assets	Nº	Liabilities	Nº
Uncalled capital	AA	Subscribed capital	DA
Formation expenses	AB-AC	Share premium account	DB
Research and development cost	AD-AE	Revaluation reserve	DC
Patents and licences	AF-AG	Legal reserves	DD
Goodwill	AH-AI	Statutory or contractual reserves	DE
Other intangible fixed assets	AJ-AK	Special tax-based reserves	DF
Advance payments relating to intangibles	AL-AM	Other reserves	DG
Land	AN-AO	Profit or loss brought forward	DH
Buildings	AP-AQ	Profit or loss of the financial year)	DI
Industrial fixtures and equipment	AR-AS	Grants and subsidies	DJ
Other tangible fixed assets	AT-AU	Special tax-based provisions	DK
Tangible fixed assets in progress	AV-AW	Total (I)	DL
Advance payments on fixed assets	AX-AY	Profits from the issuance of subordinated equity	DM
Participations	CS+CU-CT-CV	Conditional advances	DN
Loans to groups and associated companies	BB-BC	Total (II)	DO
Other holdings	BD-BE	Provisions for risks	DP
Loans	BF-BG	Provisions for charges	DQ
Other financial fixed assets	BH-BI	Total (III)	DR
Total (I)	BJ-BK	Convertible debenture loans	DS
Raw material and supplies	BL-BM	Other debenture loans	DT
Goods in progress	BN-BO	Borrowings from credit institutions	DU
Services in progress	BP-BQ	Other borrowings and loans	DV
By -products and finished goods	BR-BS	Advances and deposits received on orders	DW
Merchandise	BT-BU	Trade creditors and related liabilities	DX
Advances to suppliers	BV-BW	Fiscal and social security charges	DY
Trade debtors	BX-BY	Fixed assets creditors	DZ
Other debtors	BZ-CA	Other liabilities	EA
Subscribed capital called but unpaid	CB-CC	Accruals and deferred income	EB
Current investment	CD-CE	Total (IV)	EC
Cash in hand, at banks	CF-CG	Exchange rate differences (liabilities) (V)	ED
Prepayments and accrued income	CH-CI	General Total (I to V)	EE
Total (II)	CJ-CK		
Deferred charges (III)	CL		
Premiums on redemption (IV)	CM		
Exchange rate differences (assets) (V)	CN		
Total (I to V)	CO		

Loans and advances granted to groups and associated companies VC

Loans to group and related entities (62194¹+6117¹+VC)
¹The item 6219.4 is an extract from the items BB, BF and BH of the balance sheet

The item 6117 is an extract from the items BX the balance sheet VC is an extract from BZ

Leasing: items of additional information forms in the French Central Balance Sheet Data Office Base

Leasing
 6605.1+6605.2 -

$$\left[\frac{66082 \times (6605.2 - 6606.2)}{6607.2} \right] - \left[\frac{6608.2 \times (6605.2 - 6606.2)}{6607.2} \right]$$

Loans raised from groups and associated companies VI

Loans raised from groups and associated companies

(F.: 6324.4 + 6118 + 6312.4 + VI)

VI is an extract from EA

The item 6324.4 is an extract of the item DN of the balance sheet

The item 6118 is an extract of the item DX of the balance sheet

The item 6312.4 is an extract of the item DV of the balance sheet

ESQUEMA II.3

TABLA DE PASO DE LOS CONCEPTOS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

FORMATO DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS UTILIZADA EN ESTE ESTUDIO	FRANCIA	ESPAÑA		
	Códigos del cuestionario fiscal francés	Base de datos CBA		Base datos CBB
		Códigos del cuestionario normal	Códigos del cuestionario reduc.	Códigos del cuestionario CBB
1. Producción, de la cual:	FC+FF+FI+FM +FN+FO+FQ	701+708+711-1309 +1450+704-501+705 +706+763+764+792 -1292+709	701+1305+1303+705	401009
- Ventas	FL	701	701	401000
2. Consumos intermedios	FS+FU+FT+FV+FW-HP -HQ+FX	503-1375-1450-1309 +1375+504+529+763- 535	582-1375-1450-1309 +1375+1301+504+529	301009+306000
S.1. Valor añadido bruto	1-2	1-2	1-2	1-2
3. Gastos de personal	FY+FZ+HJ	505-511	505	303000
S.2. Resultado económico bruto	S.1-3	S.1-3	S.1-3	S.1-3
4. Ingresos financieros netos	4.1-4.2	4.1-4.2	4.1-4.2	4.1-4.2
1. Ingresos financieros	GJ+GK+GL	712+728-717-787-560	712	402009-402040
2. Gastos financieros	GR+66.11.1+66.11.2- [66.11.1*(66.03.1- 66.06.1-66.09.1)- /(66.07.1+66.10.1)]- [66.11.2+(66.03.2- 66.06.2-66.09.2)- /(66.07.2+66.10.2)]	536+764-586-599-542- 543-579-581	536	307000-307040
S.3. Recursos generados ordinarios	S.2+4	S.2+4	S.2+4	S.2+4
5. Ingresos extraordinarios netos	HA-HE	725-557+511-1097	725-557	412000-314000
6. Impuesto de sociedades	HK	563	563	315000+316000
S.4. Recursos generados /Cash Flow	S.3-5-6	S.3-5-6	S.3-5-6	S.3-5-6
7. Amortizaciones y provisiones de explotación	GA + GB + GC +GD- 64.19 - UF + [66.11.1 x (66.03.1- 66.06.1- 66.09.1)] / (66.07.1 + 66.10.1) + [66.11.2 x (66.03.2 - 66.06.2 - 66.09.2)] / (66.07.2 + 66.10.2)	513+535-873+525	513+535-873+525	304000+305000
S.5. Resultado ordinario neto	S.3-7	S.3-7	S.3-7	S.3-7

CUESTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS FRANCESA (FORMATO DE LISTA)

<u>OPERATING INCOME</u>		
Sales of bought-in goods*		FC
Sales of own goods		FF
Services		FI
Net sales		FL
Change in inventories of own production of goods and services*		FM
Own production of goods and services capitalized*		FN
Operating subsidies		FO
Write-back of depreciation, amortization and provisions, expense reclassifications*		FP
Other operating income		FQ
Total operating income		FR
<u>OPERATING EXPENSES</u>		
Purchases of bought-in goods (including customs duties)*		FS
Change in inventories of bought-in goods		FT
Purchases of raw materials and other supplies (including customs duties)*		FU
Change in inventories of raw materials and supplies*		FV
Other purchases and external charges (3)*		FW
Duties and taxes other than income tax		FX
Wages and salaries*		FY
Employee welfare contributions and similar charges		FZ
DEPRECIATION, AMORTISATION AND CHARGES TO PROVISIONS (OPERATING)		
On non-current assets	Depreciation and amortisation*	GA
	Charges to provisions	GB
On current assets: charges to provisions		GC
For contingencies and losses: charges to provisions		GD
Other charges		GE
Total operating expenses		GF
1 -NET INCOME (Loss) from operations (H-I)		GG
Joint venture operations		
Profits transferred in or losses transferred out*	(III)	GH
Profits transferred out or losses transferred in*	(IV)	GI
FINANCIAL INCOME		
Financial income from participating interests		GJ
Income from other transferable securities and long-term loans		GK
Other interest and similar income		GL
Write-back of provisions and expense reclassifications		GM
Positive foreign exchange differences		GN
Net proceeds from sale of short-term investments		GO
Total financial income (V)		GP
FINANCIAL EXPENSES		
Amortisation and charges to provisions for financial items*		GQ
Interest and similar charges		GR
Negative foreign exchange differences		GS
Net charges on sales of short-term investments		GT
Total financial expenses (VI)		GU
2 – NET INCOME/(LOSS) FROM FINANCIAL ITEMS (V – VI)		GV
3 – NET INCOME BEFORE EXCEPTIONAL ITEMS/INCOME TAX (I – II + III – IV + V – VI)		GW

ESQUEMA II.4

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS FRANCESA (FORMATO DE LISTA) (continuación)

EXCEPTIONAL INCOME			
	Exceptional income from non-capital transactions		HA
	Exceptional income from capital transactions*		HB
	Write-back of provisions and expense reclassifications		HC
	Total exceptional income (VII)		HD
EXCEPTIONAL CHARGES			
	Exceptional charges on non-capital transactions		HE
	Exceptional charges on capital transactions*		HF
	Exceptional depreciation, amortization and charges to provisions		HG
	Total exceptional charges (VIII)		HH
	4 - NET EXCEPTIONAL ITEMS (VII – VIII)		HI
	Statutory employee profit-sharing scheme	(IX)	HJ
	Corporate income taxes*	(X)	HK
	TOTAL EXPENSES (II + IV + VI + VIII + IX + X)		HM
	5 – NET INCOME/(LOSS) FOR THE PERIOD (total income less total expenses)		HN
Notes			
(3)	Of which	Capital leases on equipment	HP
		Capital leases on real estate	HQ

All the items with a number codification are supplementary information supplied by the Central balance sheet office. All the items in 66 concern the restatement of leasing.

CAPÍTULO III

ESTUDIO COMPARADO DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES FRANCESAS Y ESPAÑOLAS A PARTIR DE SUS ESTADOS CONTABLES (*)

Todos los gráficos y cuadros de este estudio se integran en un anexo estadístico que se distribuye separadamente en la Red (www.bde.es). Este capítulo incluye los más relevantes, manteniendo la misma numeración que en el anexo estadístico, lo que explica los saltos de numeración existentes.

(*) Este capítulo ha sido preparado por Ana Esteban, del Banco de España, y Alain Tournier, del Banco de Francia.

I. LAS EMPRESAS INDUSTRIALES FRANCESAS Y ESPAÑOLAS: ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE LOS BALANCES. 1991-1999

Esta sección estudia la estructura y evolución registrada en la década de los noventa en los balances de las empresas industriales francesas y españolas. Para la realización del análisis se han utilizado muestras que se mantienen constantes durante dos años consecutivos (1), y detallado los resultados por tamaño y sector de actividad, con el objetivo de profundizar en el conocimiento de las empresas industriales de ambos países.

I.1. Activos

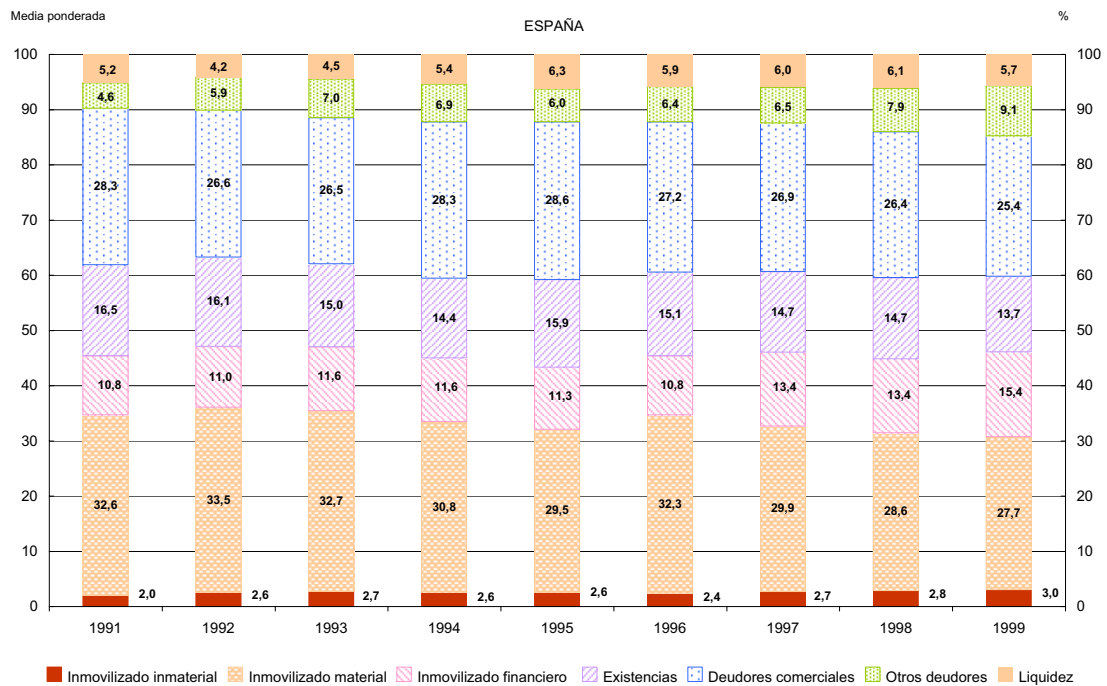
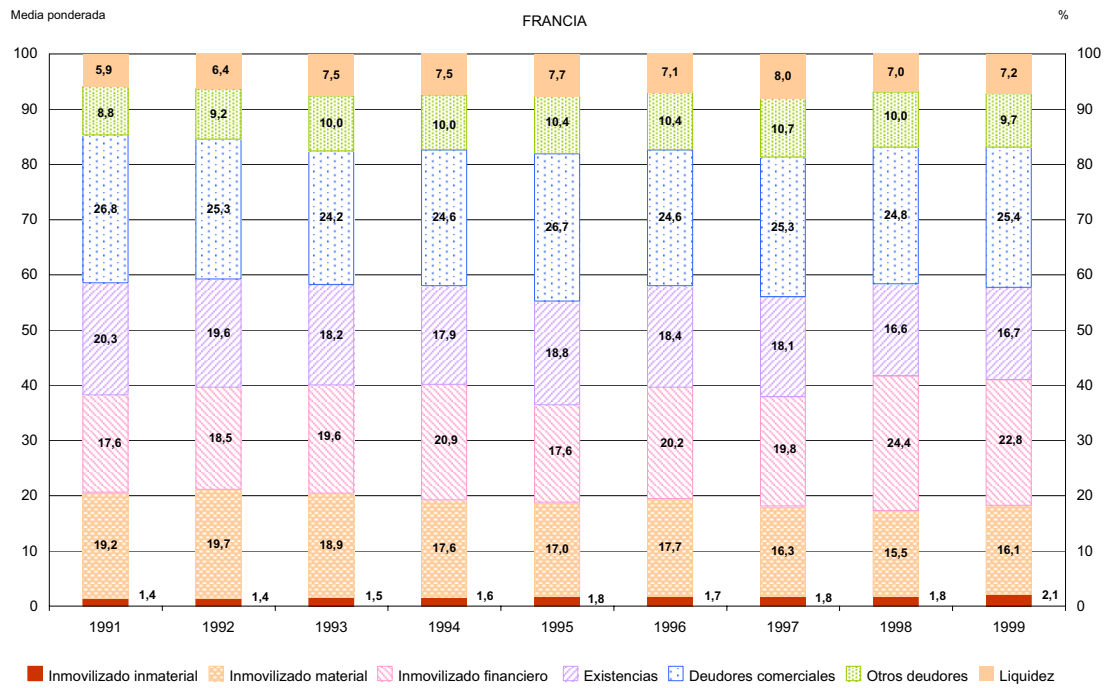
Existe un nexo entre el volumen y la estructura interna de las necesidades de financiación y la materialización de estas en los activos a los que financian; por ello es pertinente el estudio de las estructuras de los balances, tanto de las fuentes de financiación como de la cartera de activos de las empresas; esta última parte es la que se analiza, precisamente, en este apartado de la publicación.

Por lo que respecta a la división del activo total, la clasificación de los activos de acuerdo con su plazo muestra que los modelos de comportamiento empresarial, en ambos países, varían en relación con el tamaño de la empresa. Mientras que la media ponderada muestra que la división entre activo fijo y activo circulante para el total de industria es 40/60 en Francia y 45/55 en España, la mediana se sitúa en 20/80 en Francia y 30/70 en España (véase gráfico III.1.1.1).

La diferencia entre ambos indicadores radica en su definición, dado que la mediana muestra el valor central de una distribución estadística en la que cada empresa tiene el mismo peso, reflejando la influencia del grupo más numeroso del agregado estudiado, en este caso, las empresas de menor dimensión. Por el contrario, las grandes empresas tienen un mayor impacto en la media ponderada en ambos países y, en consecuencia, los datos agregados reflejan en mayor medida su comportamiento.

(1) La utilización de muestras constantes cada dos años consecutivos permite analizar un mayor número de empresas de las que se habrían obtenido utilizando una muestra común a los nueve años considerados (1991 a 1999). Con ello aumenta la representatividad de la muestra y mejora el conocimiento del comportamiento empresarial. En contrapartida, las comparaciones entre años deben hacerse considerando que las muestras cambian por la inclusión o exclusión de empresas, lo que podría afectar al valor de ciertas *ratios* (para un año concreto, existen dos observaciones relativas a las muestras consecutivas, que, en ocasiones, pueden diferir). Por motivos de simplicidad, los gráficos que aparecen en este documento muestran solo una de las dos observaciones disponibles. Se han establecido los controles necesarios para que esta simplificación no haya alterado los resultados en relación con el nivel de las *ratios* analizadas y los cambios en las mismas.

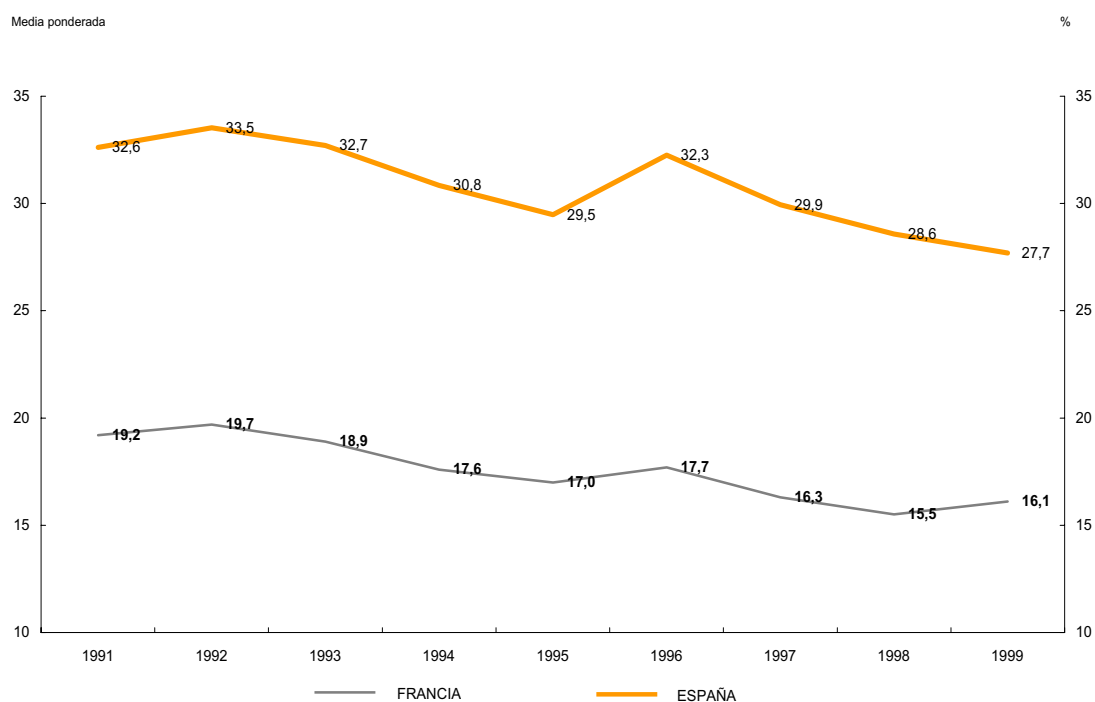
**ESTRUCTURA DEL ACTIVO
TOTAL INDUSTRIA (MUESTRA)**



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

GRÁFICO III.1.1.8

INMOVILIZADO MATERIAL/TOTAL ACTIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

Teniendo en cuenta estas precisiones, un examen de las medias ponderadas de los diferentes activos fijos revelan lo siguiente:

- La estructura de los activos cambió entre 1991 y 1999. Especialmente, el inmovilizado financiero ganó en importancia como consecuencia de la caída de la inversión en inmovilizado material, la aceleración en el ritmo de la globalización, y el mayor uso por parte de las empresas industriales de estrategias de crecimiento externo.
- En paralelo, el peso del inmovilizado material declinó gradualmente, coincidiendo con un incremento del inmaterial. Este hecho podría estar reflejando cómo las empresas se han centrado en la innovación y en la organización estratégica en respuesta a la competencia de los mercados.

Del análisis del activo circulante de las empresas industriales francesas y españolas se puede concluir lo siguiente:

- En el total de la industria, el activo circulante y sus componentes permanecieron estables en el período estudiado. La media ponderada para este agregado se situó en el 55% del total del activo en España y en alrededor del 60% en Francia.
- La estructura del activo circulante (existencias y deudores comerciales) (2) está muy condicionada por el tamaño de la empresa y el sector de actividad. Algunas empresas españolas y

(2) Los activos y pasivos comerciales se clasifican en deudores comerciales (elemento de activo) y acreedores comerciales (elemento de pasivo).

francesas han utilizado el activo circulante como un medio de ajustar sus necesidades de capital circulante, especialmente en respuesta a cambios en el ciclo empresarial.

- La gestión de la tesorería ha estado estrechamente vinculada a la estrategia financiera adoptada por las compañías para preservar su autonomía financiera. De nuevo, el tamaño ha constituido un factor diferencial, ya que las grandes empresas han disfrutado de mayor flexibilidad en la gestión de su tesorería que las pequeñas.

1.1.1. Activos fijos

A lo largo de la década de los noventa, las empresas industriales francesas y españolas mantuvieron una proporción de activos fijos estable en relación con el total activo. Los activos fijos, que pueden dividirse, de acuerdo con su naturaleza económica, en inmovilizado material, inmaterial y financiero, registraron a lo largo de la década una media ponderada para el total de la industria de alrededor del 45% del total del activo en España y del 40% en Francia, valores muy influidos por el comportamiento de las grandes empresas industriales (los activos fijos se situaron en el 45% del total del activo de las grandes empresas en Francia y en el 48% en España). Por el contrario, la proporción fue mucho más baja en el caso de las pequeñas empresas (esto es, las que tienen menos de 50 empleados), situándose en el 25% en Francia y en el 33% en España (véanse gráficos III.1.1.2 a III.1.1.4 en el anexo estadístico). El análisis sectorial revela que, entre 1991 y 1999, la proporción de activos fijos fue mayor en la industria de bienes intermedios que en los restantes sectores, al situarse en un 50% en España y alrededor del 41% en Francia, por encima de los valores observados en las industrias de bienes de consumo (39% en Francia y 42% en España) y las industrias de bienes de equipo (35% y 40%, respectivamente) (véanse gráficos III.1.1.5 a III.1.1.7 del anexo estadístico).

Sin embargo, esta estabilidad general en los activos fijos de las empresas industriales francesas y españolas enmascara las diferentes tendencias que se produjeron en sus componentes fundamentales. En concreto, entre 1991 y 1999, la reducción gradual en la proporción de inmovilizado material vino ligada a un incremento del inmovilizado inmaterial y financiero.

En relación con la *ratio* de inmovilizado material sobre el total del activo, en el conjunto de la década se mantuvo una gran diferencia entre los dos países analizados, si bien la diferencia se redujo al final del período estudiado, situándose en 11,6 pp en 1999, frente a los 13,4 pp de 1991 (véase gráfico III.1.1.8). Varios factores contribuyen a explicar por qué las empresas españolas han tenido una mayor proporción de inmovilizado material; estos quedan reseñados en el recuadro siguiente.

El análisis por tamaño (véase gráfico III.1.1.9 en el anexo estadístico) revela que las grandes empresas (más de 250 empleados) en Francia y España redujeron la proporción de inmovilizado material en sus activos totales más que las pequeñas empresas. A lo largo de los noventa, las grandes empresas adquirieron activos financieros, concentrándose especialmente en participaciones en empresas del grupo y asociadas entre 1995 y 1999. Esto justifica el incremento de las relaciones inter-empresa, especialmente a través de la creación de grupos empresariales. La media ponderada de la *ratio* de inmovilizado material sobre total del activo en las empresas grandes se redujo al 15,6% en 1999 en Francia frente al 19,4% de 1991, es decir, una caída de 3,8 pp. En España, la *ratio* cayó 4,3 pp, del 33,5% en 1991 al 29,2% en 1999. Las empresas pequeñas, menos preocupadas por el crecimiento externo, se mostraron más cercanas al ciclo empresarial, mientras ajustaban sus maquinarias y equipos al comportamiento de la demanda. En Francia, la *ratio* de inmovilizado material sobre total del activo en esta categoría fue de 17,9% en 1999, frente al 16,4% de 1991, es decir, un aumento de 1,5 pp. En España, la *ratio* para las pequeñas empresas cayó entre 1991 y 1994. En 1999, prácticamente se retornó a los niveles de 1991 (26,7% en 1999, comparado con 26,9% en 1991).

Descendiendo al análisis por sectores de actividad (véase gráfico III.1.1.10 en el anexo estadístico), el sector de bienes intermedios registró la proporción más alta de inmovilizado material sobre total de activos, tanto en Francia como en España, a pesar de la tendencia a la baja registrada a lo largo del período. Este hecho deriva de la naturaleza de los bienes producidos por este sector: el sector de bienes intermedios procesa materias primas y, por tanto, es intensivo en equipo capital, al estar en la primera línea del proceso productivo. En 1999, el peso del inmovilizado material sobre el total del activo fue del 31,8% en el sector de bienes intermedios español, comparado con el 20,6% en Francia.

La adquisición de activos mediante contratos de arrendamiento financiero (*leasing*) permite a las empresas evitar la compra de maquinaria y equipo, y, en su lugar, disponer y utilizar estos activos a cambio de unos pagos por alquiler. Las empresas francesas han hecho mayor uso de estos contratos que las españolas, contribuyendo a explicar por qué la proporción de inmovilizado material (en la que no se incluyen los bienes en arrendamiento financiero) sobre el total del activo es más reducida en Francia. El anexo III, «Arrendamiento Financiero en Francia y en España», así como el recuadro específico incluido en este capítulo, ofrecen más información sobre este tema.

Dado que la información de los bienes en régimen de arrendamiento financiero está disponible en la base de datos de la Central de Balances del Banco de España (se incluye dentro del balance de las empresas, en una partida específica), y gracias a la información complementaria disponible en la Central de Balances del Banco de Francia, el peso del *leasing* puede medirse a través de la *ratio* bienes en régimen de arrendamiento financiero/total de activos, con lo que se puede evaluar la incidencia que la eliminación de estos activos tiene en los resultados del estudio (la homogeneización de las cifras entre los dos países ha precisado de la eliminación en los balances de los activos adquiridos mediante arrendamiento financiero).

En el total de la industria (véase gráfico III.1.1.11), los bienes en arrendamiento financiero representaron alrededor del 2% (3) del total del activo en Francia en la década de los noventa. Sin embargo, hubo tendencias opuestas dentro de este agregado. Mientras que una cuarta parte de las empresas industriales no hicieron uso del *leasing* a lo largo del período, hubo otro 25% de empresas que adquirieron activos en este régimen, alcanzando más del 5% del total del activo entre 1991 y 1999. Las empresas españolas recurrieron menos que las francesas a esta práctica: los activos adquiridos en régimen de arrendamiento financiero representaron menos del 1% de sus activos a lo largo del período. Estas cifras agregadas para el total de la industria son analizadas a continuación por tamaños y sector de actividad (véase gráfico III.1.1.12 en el anexo estadístico). Tanto en Francia como en España, las pequeñas y medianas empresas hicieron un uso más extensivo del *leasing* para financiar sus inversiones operativas que el realizado por las grandes empresas. En 1999, los activos fijos adquiridos en régimen de arrendamiento financiero se situaron en el 4,8% del total de activos en las pequeñas empresas francesas y en el 1,2% en las españolas. Por su parte, en las de tamaño mediano la *ratio* alcanzó el 3,4% en Francia y el 1,5% en España, frente al caso de las grandes empresas, en las que la *ratio* fue menor, el 1,2% en Francia y el 0,5% en España.

Si se analiza esta *ratio* por sector de actividad (véase gráfico III.1.1.13 en el anexo estadístico), la situación es muy similar en ambos países en los sectores de bienes de consumo y de bienes intermedios; en los dos, los activos adquiridos en *leasing* representaron el 2% sobre el total del activo en el período estudiado en Francia y, aproximadamente, el 1% en España. En el sector de bienes de equipo, la *ratio* registró valores menores, del 1,8% en Francia y 0,4% en España, referidos al año 1999.

(3) Los activos adquiridos en régimen de arrendamiento financiero supusieron el 10,5% del total de activos fijos en las empresas industriales francesas y el 2,5% en las españolas en 1999.

FACTORES QUE EXPLICAN EL DIFERENTE PESO DEL INMOVILIZADO MATERIAL ENTRE LAS INDUSTRIAS ESPAÑOLAS Y FRANCESAS

El peso del inmovilizado material neto (inmovilizado material bruto menos amortización acumulada) en el total del balance es mayor en España que en Francia, independientemente del subsector de actividad o tamaño analizados. Existen varios factores que, de forma conjunta, contribuyen a explicar esta diferencia:

1. *El factor más importante es el peso de los activos financieros registrados en el balance de las empresas francesas.*

Las empresas francesas tienen un mayor peso de los activos financieros en sus balances, en comparación con las españolas, como consecuencia de haber afrontado con anterioridad los retos de la globalización y sus efectos sobre las estructuras organizativas de los grupos empresariales. Este fenómeno, que podría considerarse un síntoma de mayor madurez relativa de las empresas francesas, está siendo compartido gradualmente por las empresas españolas, desde el final de la década pasada. También podría influir el método utilizado para registrar las participaciones de los *holdings*. Tanto en Francia como en España, el epígrafe «participaciones en empresas del grupo y asociadas», que se incluye en el inmovilizado financiero, contiene las acciones de «empresas del grupo», cuya definición es similar en ambos países, a saber, empresas en las que el *holding* posee más del 50% de su capital social (definición legal en Francia), o sobre las que la compañía matriz ejerce un control efectivo (España), y empresas asociadas (el *holding* posee entre el 10% y el 50% en Francia, y ejerce una «influencia notable» en España). Si el porcentaje de participación en el capital de una sociedad está por debajo del 10%, la sociedad de cartera lo registra dentro de su cartera de inversiones en Francia. En el caso de inversión directa en empresas no residentes, estos inmovilizados financieros que se recogen en el balance de las compañías aumentan los activos fijos registrados en el balance de las empresas no residentes. Como quiera que el proceso de internacionalización de las empresas no financieras está más desarrollado en Francia que en España, esta sustitución de inmovilizado material por inmovilizado financiero es más evidente en Francia; tal como se ha comentado en el capítulo I, el proceso de convergencia seguido por España está llevando a las empresas españolas a una situación similar: desde 1998, los grandes grupos de empresas privatizados han seguido el mismo comportamiento que los grupos franceses.

2. *El fenómeno puede también explicarse por la diferente expansión de la capacidad productiva en los dos países.*

El mencionado proceso de *catching-up* o convergencia realizado por España se ha generado a través de un incremento sustancial de la inversión hasta casi el final de la década, lo que ha propiciado que el inmovilizado material registrado en el activo del balance de las empresas españolas tenga una antigüedad inferior al de las empresas francesas. Al ser los activos fijos de las compañías francesas más antiguos, el registro de los balances a precios históricos y la distinta vida útil de los activos llevan a que su valoración sea menor que en los balances españoles.

En el estudio de 1985 a 1990, las empresas españolas incrementaron su inversión para estimular la capacidad productiva y poder hacer frente al crecimiento de la demanda. En Francia, la inversión que se llevó a cabo entre 1980 y 1990 fue menor, probablemente porque la capacidad productiva era suficiente para cubrir las necesidades de la demanda. Ambas economías experimentaron, a principio de los noventa, una intensa desaceleración, hasta llegar a la recesión de 1993, que afectó seriamente a los resultados de las empresas. Esta situación tuvo un impacto negativo en las decisiones de inversión de los gerentes de las empresas en Francia y en España, conduciendo a una caída de la formación bruta de capital fijo (FBCF) en las empresas industriales de ambos países, como consecuencia de la incertidumbre en las expectativas de los inversores. Así, la media ponderada de la *ratio* inmovilizado material sobre el total del activo pasó del 32,6% en 1991 al 29,5% en 1995 en España, y del 19,2% en 1991 al 17% en 1995 en Francia. Posteriormente, el intenso ritmo de crecimiento de las operaciones con el exterior en las empresas industriales puso un freno a la adquisición de nuevo inmovilizado material al final de los noventa. En Francia, no obstante, el mejorado marco económico de 1999 dio renovadas fuerzas a la inversión y, como consecuencia, la proporción de inmovilizado material sobre el total del activo se incrementó. En líneas generales, en ambos países, el peso del inmovilizado material neto sobre el total del activo tendió a disminuir en la industria a lo largo de los noventa. En Francia, en particular, para la mitad de las empresas industriales la *ratio* de inmovilizado material se situó por debajo del 16,5% del total de activos en 1991, por debajo del 15,1% en 1995, y del 14,6% en 1999.

3. *El método de depreciación utilizado para calcular la dotación de la amortización (por ejemplo, el método de depreciación lineal o el método de amortización degresivo) puede afectar al cálculo del inmovilizado material neto.*

De hecho, el método de amortización degresivo (1) fue más favorable en Francia que en España al final del período para inmovilizados cuya vida útil fuese superior a siete años, que era el período medio de depreciación de las inversiones industriales.

(1) En España se acepta el uso de cuatro posibles métodos de amortización:

- a) Según tablas de amortización oficialmente aprobadas por el Ministerio de Hacienda.
- b) Método de amortización según porcentaje constante o lineal (que no puede usarse en edificios, mobiliario y otros); este es al que se refiere el presente recuadro.
- c) Método de amortización según números dígitos.
- d) Planes de amortización propuestos a la Administración Tributaria y debidamente aceptados.

**FACTORES QUE EXPLICAN EL DIFERENTE PESO DEL INMOVILIZADO MATERIAL
ENTRE LAS INDUSTRIAS ESPAÑOLAS Y FRANCESAS**

Balance del régimen de depreciación degesivo

	Alcance	Porcentaje
<i>Francia (actual)</i>	Bienes de equipo industriales con movilidad	VU 3-4 años: 1,5 × porcentaje constante
	Edificios industriales cuya VU (*) < 15 años e inversiones en inversiones en una nueva propiedad de hotel	VU 5-6 años: 2 × porcentaje constante
		VU > 6 años: 2,5 × porcentaje constante
<i>España</i>	Inmovilizado material	VU < 5 años: 1,5 × porcentaje constante
		VU 5-8 años: 2 × porcentaje constante
		VU > 8 años: 2,5 × porcentaje constante

(*) Vida útil = período de amortización.

4. El tiempo de utilización del equipo productivo se ha incrementado en los últimos años en sintonía con el crecimiento de la actividad.

De acuerdo con los resultados de una encuesta realizada por el Banco de Francia, el equipo productivo se utilizó 53,2 horas semanales en 1999, nivel no alcanzado desde 1963 (52,9 horas). Este indicador, que alcanzó su mínimo en 1981, se situó en 1993 en 48 horas, para, a partir de ese año, ir incrementándose, hasta final del período. El fuerte aumento del tiempo de empleo de los equipos corrobora tanto el esfuerzo de las empresas industriales para utilizar eficientemente el equipo capital, como sus intentos de ajustar, en el corto plazo, sus factores de producción a las presiones de la demanda. El alto nivel histórico alcanzado en 1999 en Francia respecto a este indicador se debe probablemente al incremento del tiempo de utilización del equipo productivo, desde mediados de los noventa, como respuesta a la demanda, después de la caída de la actividad empresarial de 1993. En el largo plazo, cabe esperar que el tiempo de utilización del equipo productivo vuelva a los niveles observados antes de la primera crisis de los precios del petróleo. Desde finales de los ochenta, se observó en todos los sectores económicos y en todos los tamaños de empresa franceses un incremento en el empleo de sus equipos productivos. Esto fue posible gracias a la utilización de los turnos de trabajo, y en particular al trabajo continuado. Desde finales de los noventa, este incremento se ha atribuido al hecho de que equipo sin usar previamente se puso en funcionamiento para poder hacer frente al incremento de la demanda.

Los datos existentes para España (utilización de la capacidad instalada, según una encuesta del Ministerio de Ciencia y Tecnología) reflejan un fuerte incremento desde 1993 hasta el final de la década, coincidiendo el comportamiento de las empresas españolas con el de sus homólogas francesas. Por lo tanto, es difícil cuantificar el efecto que este indicador tiene en las diferencias encontradas entre ambos países respecto al peso de inmovilizado material.

5. Diferentes niveles de leasing entre los dos países.

Parte de las maquinarias y equipos no son adquiridos por las empresas, sino que son arrendados mediante contrato de *leasing*. El arrendamiento financiero ofrece a las empresas una mayor flexibilidad, especialmente a las empresas recién constituidas, dado que permite al arrendatario, al finalizar el contrato, adquirir el derecho de propiedad, y ofrece la posibilidad de subarriendo del bien en cuestión. En el caso concreto de las empresas cotizadas, prefieren utilizar esta modalidad para la adquisición de sus activos, dado que la rentabilidad de inversiones inmobiliarias es baja. Los activos adquiridos en *leasing* no se registran como inmovilizado en el activo de Francia, de acuerdo con sus normas contables, al contrario de lo que ocurre en España. No obstante, gracias a que en España se registra en una partida específica del balance y a la información adicional del cuestionario de la Central de Balances francesa, ha sido posible homogeneizar la información en este estudio (véase epígrafe 5 del capítulo II), eliminando del balance los inmovilizados adquiridos mediante contrato de *leasing* y calculando su importe respecto del total de activos para tener una idea de la importancia de este fenómeno en cada país. Como puede verse en el texto principal, este sistema de financiación es más utilizado en Francia, donde el inmovilizado material adquirido bajo la fórmula de arrendamiento financiero representa, de media, un punto porcentual más que en España en relación con el total del activo.

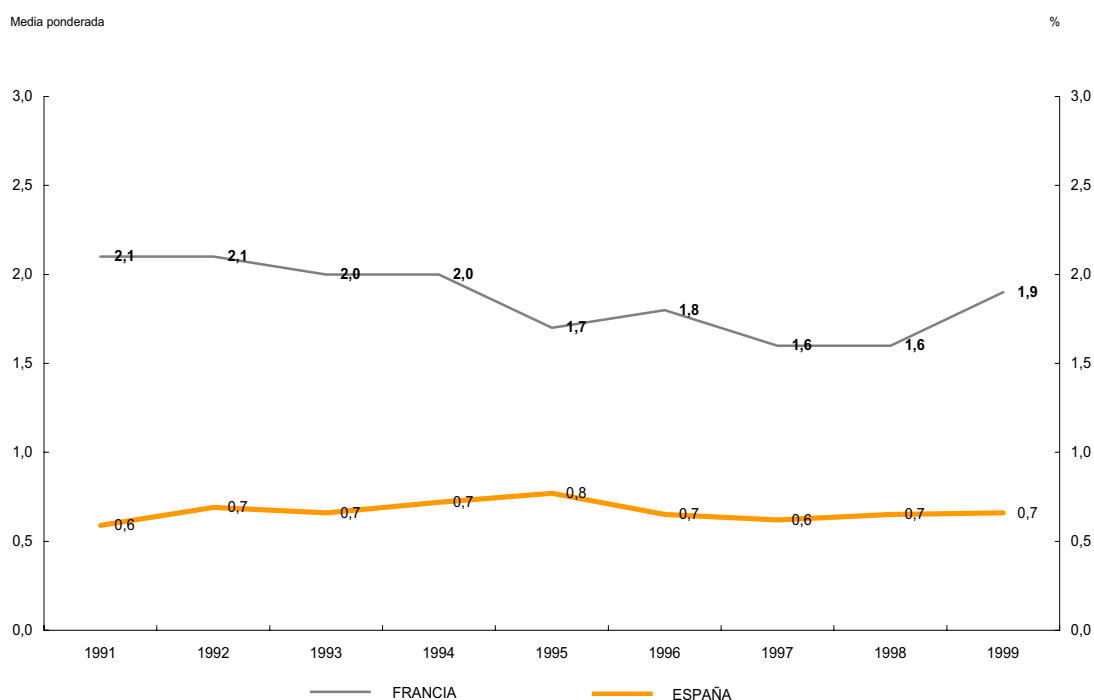
En relación con los locales comerciales, en el caso francés la mayoría son antes arrendados que adquiridos. Con el propósito de separar las tenencias inmobiliarias del objeto social de la empresa, las grandes compañías confían la dirección de sus propiedades a empresas inmobiliarias. Estas últimas son constituidas con poco capital y piden prestadas las cantidades necesarias para comprar los locales. Posteriormente, alquilan estos locales a las grandes compañías.

6. Finalmente, otra causa que explica el diferente peso del inmovilizado material respecto del total del activo es la diferente fecha en la que se han aprobado Leyes de Revalorización de Activos en ambos países (1983 y 1996 en España; 1978 en Francia). Estas Leyes permiten a las empresas actualizar sus balances, eliminando, al menos parcialmente, el impacto de la inflación en los mismos (debido a la norma que obliga a valorar los activos al precio histórico). De cualquier forma, este factor tiene un impacto limitado en la comparación entre ambos países.

BIBLIOGRAFÍA

- Arnaud, Sylvain (2001). «Equipment operating time: main results 1989-2000», *Boletín del Banco de Francia*, n.º 94, octubre.
Vergeau y Chabanas, N. (1997). «Le nombre de groupe d'entreprises a explosé en 15 ans», *INSEE Première*, n.º 553, noviembre.

BIENES EN ARRENDAMIENTO FINANCIERO/TOTAL ACTIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

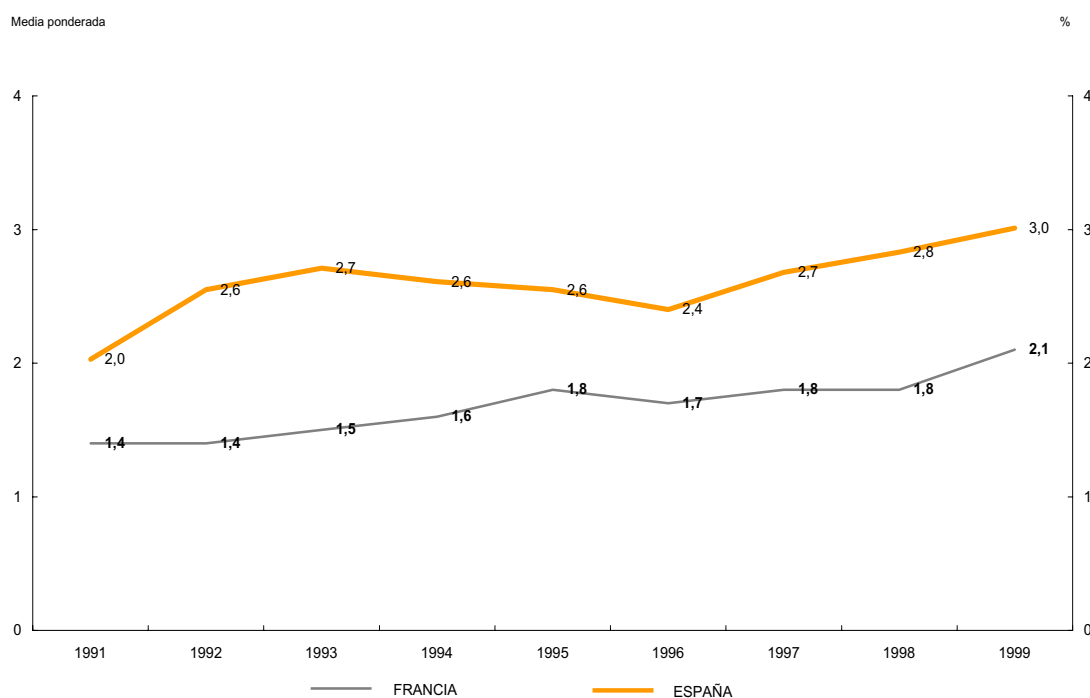
El análisis del inmovilizado inmaterial (4) es una tarea compleja, principalmente debido a que su definición es poco clara. La OCDE ofrece la siguiente definición de inmovilizado inmaterial (fuente: *Petites Affiches*, n.º 140, 16 de julio de 2001): «El término “inversión en inmovilizado inmaterial” cubre todas las inversiones de largo plazo realizadas por las empresas con el propósito de incrementar el rendimiento futuro, diferentes de la compra de inmovilizado material. Así, incluye: inversión en tecnología (I+D), inversión en formación, relaciones laborales, estructuras de dirección, la organización de la producción, el desarrollo de vínculos comerciales y tecnológicos con otras empresas, proveedores y clientes, la exploración de mercados y la adquisición y puesta en funcionamiento de *software*». Durante la década de los noventa, el inmovilizado inmaterial vino a formar uno de los puntos clave de la competitividad empresarial y las inversiones que las empresas necesitaban fueron vistas como inversiones estratégicas para el futuro desarrollo de la compañía. Esta tendencia se ha afianzado en Francia y en España, donde las inversiones en inmovilizado inmaterial han crecido en la década de los noventa.

Así, el análisis de las estructuras del balance en Francia y en España muestra un incremento en la media de la *ratio* Inmovilizado inmaterial/total activos (véase gráfico III.1.1.14), aunque el inmovilizado inmaterial continúe siendo solo una pequeña fracción del balance de las empresas. A pesar de la definición ofrecida por la OCDE, los planes contables establecen que las empresas pueden registrar los gastos de establecimiento y los de emisión de acciones en sus balances y amortizarlos en un plazo máximo de cinco años, o bien darlos como gasto en el año en el que se incurre en ellos, directamente, en la cuenta de pérdidas y ganancias. La cuarta Directiva Contable de la UE establece que los gastos de investigación y desarrollo (I+D) en

(4) La definición de la composición del inmovilizado inmaterial usada en este documento puede consultarse en el capítulo II.

GRÁFICO III.1.1.14

INMOVILIZADO INMATERIAL/TOTAL ACTIVO



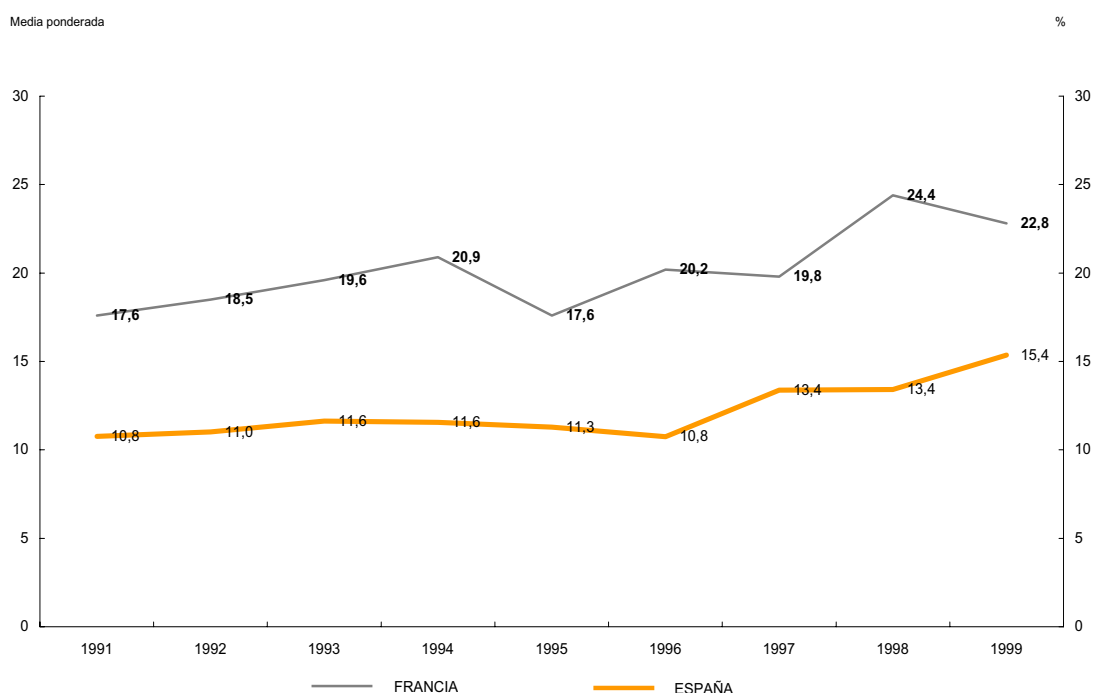
Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

relación con un proyecto específico que pueda ser claramente identificado y que tenga motivos fundados de éxito técnico pueden ser activados y amortizados en un plazo máximo de cinco años. Por lo tanto, el auténtico nivel de inversión en activos inmateriales no puede ser totalmente mostrado en los balances, desgraciadamente. De cualquier forma, entre 1991 y 1999, la *ratio* de inmovilizado inmaterial sobre el total del activo para el total de industria pasó del 1,4% al 2,1% en Francia y del 2% al 3% en España.

En Francia, esta tendencia se mantuvo en todos los tamaños (véase gráfico III.1.1.15 en el anexo estadístico). Además, la escala del incremento fue idéntica a lo largo de todo el período. Esto es debido a que la contabilidad francesa permite una gran flexibilidad en el reconocimiento de activos inmateriales, lo que hace que las empresas pequeñas registren la misma proporción de inmovilizado inmaterial que las grandes. En España, la *ratio* de inmovilizado inmaterial sobre el total de activos se incrementó de forma más acusada en las pequeñas empresas (del 1,7% en 1991 al 4,6% en 1999) que en las grandes (del 2,1% en 1991 al 2,9% en 1999).

En el análisis por sectores de actividad, (véase gráfico III.1.1.16 en el anexo estadístico), en Francia, la media de la *ratio*. Inmovilizado inmaterial/total de activos fue más elevada en el sector de bienes de consumo que en los sectores de bienes intermedios y de inversión. La importancia de los costes de I+D, patentes y licencias y el incremento de los gastos en biotecnología fueron dos de las principales razones de este comportamiento diferenciado. En 1999, el inmovilizado inmaterial se situó en el 3,4% del total de activos en el sector de bienes de consumo, comparado con el 1,8% en bienes intermedios y el 1,2% en bienes de equipo. En España, la proporción de inmovilizado inmaterial sobre el total de activos fue la misma que en Francia en el sector de bienes de consumo. Por el contrario, en bienes de equipo, el nivel fue más alto en España en todo el período analizado.

INMOVILIZADO FINANCIERO/TOTAL ACTIVO



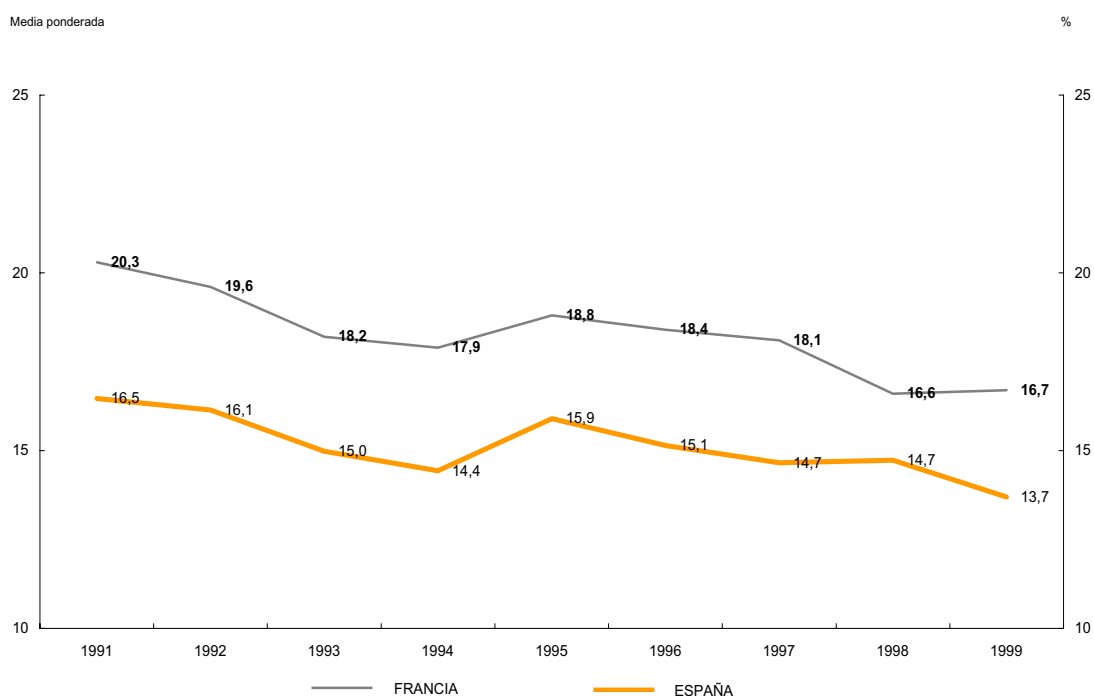
Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

En respuesta al desarrollo de los mercados de capitales en los noventa, las empresas francesas y españolas, en vez de invertir en nuevos inmovilizados materiales, destinaron más liquidez a la compra de activos financieros, especialmente las empresas francesas, como puede comprobarse en el capítulo III.2. Esta tendencia se hizo particularmente evidente a partir de 1996 en adelante. Esta estrategia explica parcialmente las tendencias simétricas del peso del inmovilizado material e inmovilizado financiero sobre el total del activo de las empresas francesas y españolas. El incremento en la proporción de activos financieros fue mayor en las empresas francesas que en las españolas en el período analizado, probablemente como consecuencia de la diferente etapa en el proceso de globalización en el que se encuentra cada país (España parece estar siguiendo el patrón de comportamiento que se ha dado en Francia, con un cierto desfase temporal). Entre 1991 y 1999, la media de la *ratio* Inmovilizado financiero/total activo pasó del 17,6% al 22,8% en Francia (véase gráfico III.1.1.17), reflejando la rapidez en el ritmo de la globalización y el creciente papel del *outsourcing*. En España, la *ratio* fue del 10,8% en 1991 y del 15,4% en 1999.

En cualquier caso, fueron las grandes empresas (más de 250 empleados), que disfrutaban de un acceso más fácil a los mercados de capitales, las que contribuyeron en mayor medida a esta tendencia (véase gráfico III.1.1.18 en el anexo estadístico). El fuerte incremento en el valor de las acciones y participaciones empujó al alza la *ratio* inmovilizado financiero/total del activo casi 8 pp en Francia, hasta el 28,2% en 1999. En España, la *ratio* ganó casi 5 pp, alcanzando el 16,9% en 1999. Si se analiza el peso del inmovilizado financiero en el total del activo para los diferentes tamaños de empresas en Francia, se observa cómo la tendencia al alza de los activos financieros se concentra en las grandes empresas: la mediana de la *ratio* varió en Francia y España entre 2,5% y 3% de 1991 a 1999 (entre 3% y 5,5% en las empresas que emplean más de 500 personas), mientras que nunca excedió del 1% en las empresas pequeñas y medianas en el mismo período. Las empresas medianas (entre 50 y 250 empleados) en ambos países vieron aumentar esta *ratio*, aunque en menor cuantía (2,2 pp en Francia 2,6 pp en España), con una pro-

GRÁFICO III.1.1.22

EXISTENCIAS/TOTAL ACTIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

porción de activos financieros sobre el total de activos todavía pequeña al final del período (7,9% en Francia y 7,2% en España). Las empresas de reducida dimensión tuvieron menos interés en la adquisición de este tipo de activo, registrando un 6,3% en el total de activos en 1991 y un 5,1% en 1999 en Francia, comparado con el 2,6% en 1991 y el 3,4% en 1999 en España.

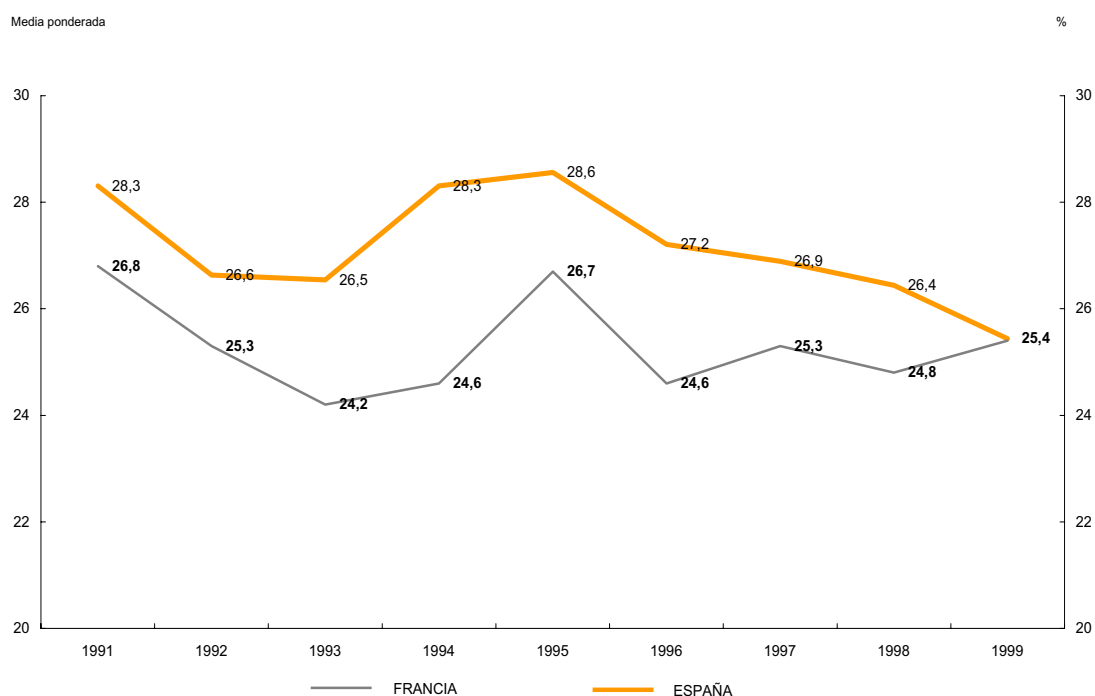
Desde una perspectiva sectorial (véase gráfico III.1.1.19 en el anexo estadístico), si bien todos los sectores de actividad de ambos países observaron una tendencia alcista, el grado de intensidad varió entre ellos. Así, en Francia, la proporción de inmovilizado financiero sobre el total del activo se incrementó bruscamente en el sector de bienes de equipo, en parte debido al hecho de que las empresas estarían obteniendo ventajas de las oportunidades del crecimiento y, en parte, por el fortalecimiento en sus *holdings*, como respuesta al reto de la globalización. Entre 1995 y 1997, sin embargo, la proporción de activos financieros se contrajo bruscamente, y al mismo tiempo se produjo un incremento en el peso de deudores comerciales. En España, el mayor incremento se observó en el sector de bienes intermedios, especialmente al final del período.

1.1.2. Activo circulante (5)

El análisis del activo circulante de Francia y España muestra que este permaneció estable durante el período estudiado y que su estructura interna vino fuertemente influida por el tamaño de las empresas y el sector de actividad. Además, las estrategias financieras adoptadas por las compañías parecen tener un impacto importante en la gestión de la tesorería de las empresas, en la que las de mayor tamaño disfrutaban de una mayor flexibilidad.

(5) El activo circulante incluye las existencias, los deudores comerciales y la tesorería.

DEUDORES COMERCIALES/TOTAL ACTIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

Del análisis de las existencias se desprende que en los noventa las empresas implementaron medidas de racionalización y reestructuraron sus procesos de producción, introduciendo, por ejemplo, técnicas de gestión de existencias *just-in-time*, como medio de respuesta a los movimientos cíclicos. Así, durante la desaceleración y recesión económica que tuvo lugar en Francia y en España entre 1991 y 1993, la proporción de existencias sobre el total del activo se redujo en ambos países, en todos los tamaños y sectores.

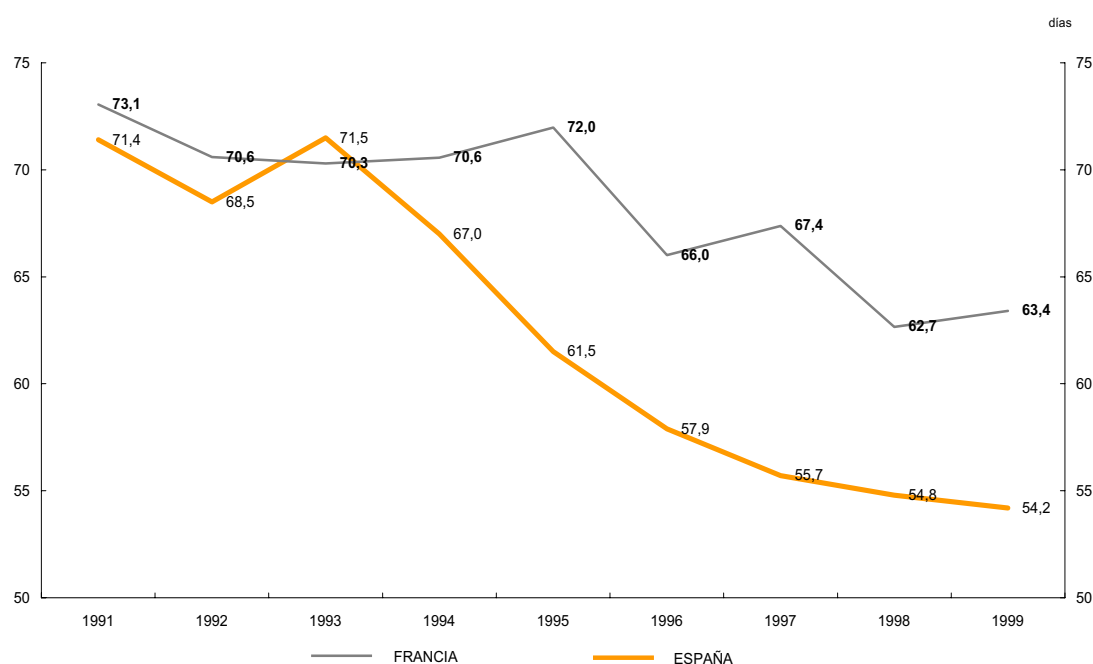
Además, las empresas industriales se previenen ante eventuales restricciones de abastecimiento fortaleciendo sus inventarios durante períodos de fuerte crecimiento. Desde 1991, en Francia, la caída en la producción y en los precios de producción industrial y el cambio a políticas de «nivel cero de existencias» afectaron a las empresas, que tuvieron que reducir sus inventarios para aligerar y adecuar sus balances ante eventuales restricciones financieras. En España, la necesidad de mejorar la gestión de existencias en un contexto de aumento de la competencia condujo a un mejor control de esta partida del balance. A este respecto, para las empresas españolas, los noventa representaron un período de consolidación en su integración en el proceso de libre mercado. En ambos países, hubo una fase temporal de acumulación de existencias en la mitad del período, en un momento en el que los niveles de existencias se consideraron demasiado bajos y las expectativas de crecimiento de la demanda fueron más evidentes.

En el total industria (véase gráfico III.1.1.22), la proporción media de existencias sobre el total del activo cayó del 20,3% en 1991 al 16,7% en 1999 en Francia, y del 16,5% al 13,7% en España en el mismo período.

Un análisis por tamaños revela que la *ratio* de existencias sobre el total del activo cayó de forma sustancial en las empresas de gran dimensión, especialmente en Francia (véase gráfico

GRÁFICO III.1.1.28

PERÍODO MEDIO DE COBRO A CLIENTES



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

III.1.1.23 en el anexo estadístico). En ambos países, las empresas de mayor dimensión redujeron las existencias de bienes en detrimento de sus principales proveedores. Además, las empresas francesas y españolas con una posición dominante en el mercado trasladaron todos o parte de sus costes de gestión de inventario a sus clientes y/o proveedores.

En la serie analizada, el peso de las existencias en el total del activo de las pequeñas empresas se redujo entre 1991 y 1999 en 2,5 pp en Francia y 2 pp en España, hasta el 23,1% y 18,9%, respectivamente. Para las grandes empresas, la *ratio* cayó en ese período en 4,6 pp en Francia y 3,4 pp en España, hasta situarse en el 14,6% y 12,4%, respectivamente. Los resultados para las empresas de mediana dimensión se situaron entre estos dos extremos.

Un análisis sectorial revela que, en ambos países, la proporción de existencias en el total de activos fue más baja en el sector de bienes intermedios que en otros sectores (véase gráfico III.1.1.24 en el anexo estadístico). En Francia, hasta 1997 el sector de bienes de equipo presentó el nivel de existencias más elevado, aunque la diferencia se redujo hacia finales del período. En España, por su parte, los niveles de existencias fueron más elevados en el sector de bienes de consumo a lo largo del período analizado.

Los deudores comerciales configuran el otro componente principal del activo circulante. Como en el caso de las existencias, el peso de los deudores comerciales en el total del activo se redujo en ambos países en el período 1991-1999. La media ponderada para el total de industria cayó 1,4 pp en Francia, hasta el 25,4%, en 1999 (véase gráfico III.1.1.25). A diferencia de las existencias, el peso de los deudores comerciales en el total del activo de las compañías españolas, aunque se redujo, permaneció por encima de la proporción vista para las empresas francesas a lo largo de todo el período, excepto hacia el final, cuando las *ratios* se situaron, en ambos países, en el 25,4%.

CRÉDITOS A EMPRESAS DEL GRUPO Y ASOCIADAS

Estos créditos incluyen corto y largo plazo. En Francia, las participaciones cruzadas y la creciente concentración de empresas registrada en el sector industrial condujeron a un incremento en la proporción de créditos a empresas del grupo y asociadas respecto del total del activo. Esta *ratio* se incrementó del 10,6% al principio del período al 13% en 1999, alcanzando el máximo de 14,7% en 1998. En España, dicha *ratio* solo está disponible para las grandes empresas, agregado en el que también se incrementó en más de 6 pp entre 1991 (2,4%) y 1999 (9,0%).

En relación con el caso de Francia, las grandes empresas industriales, cuyos préstamos a filiales fueron particularmente importantes, fueron las más afectadas por esta tendencia: en 1999, la proporción de créditos a empresas del grupo y asociadas alcanzó el 14,9% del total del activo en esta categoría de tamaño, comparado con el 11,9% en 1991. En el caso de las empresas más pequeñas, la *ratio* se situó por debajo de la mitad del valor alcanzado por las grandes, con un 5,8% en 1999 (4,5% en 1991). Este tipo de estrategia financiera parece estar estrechamente vinculado con el tamaño de la empresa (véase gráfico III.1.1.21 en el anexo estadístico).

A nivel sectorial y referido a 1999, en Francia la proporción de estos créditos se mantuvo estable en los sectores de bienes de consumo e intermedios, al 12,4% y 11,6%, respectivamente. Por su parte, las empresas de bienes de equipo, y en particular los mayores grupos de la industria del automóvil, aumentaron los créditos a sus filiales en el período considerado.

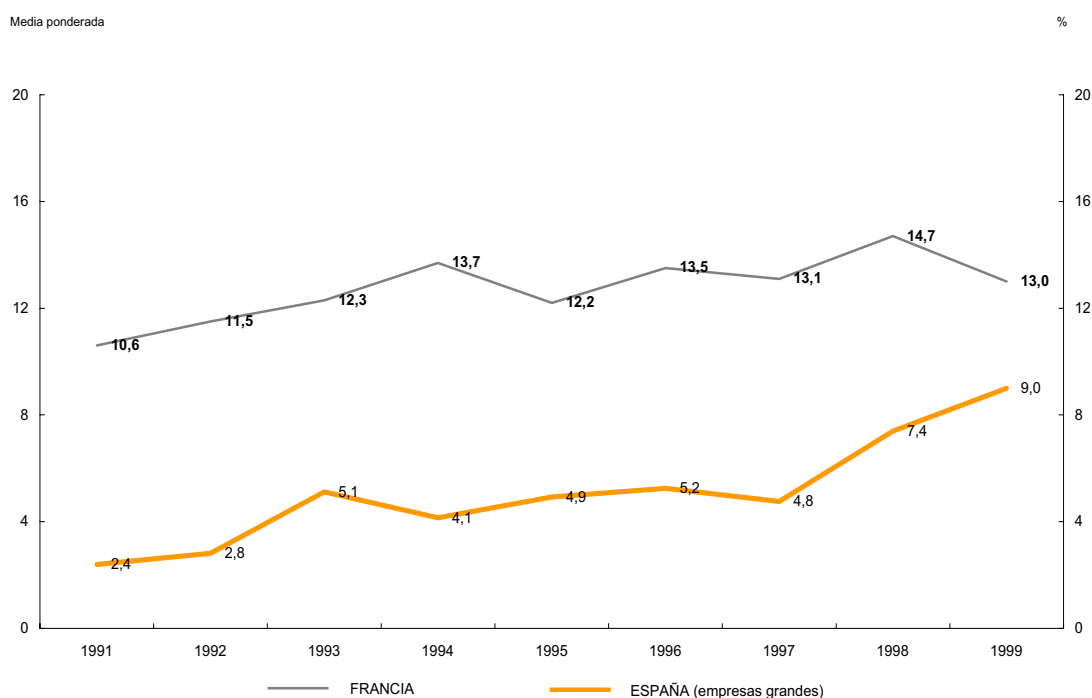
De nuevo, la *ratio* de deudores comerciales sobre el total del activo estuvo condicionada por el tamaño de empresa y su capacidad de decisión sobre el mercado (véase gráfico III.1.1.26 en el anexo estadístico): la *ratio* cayó más bruscamente para las grandes empresas (caída de 2 pp en Francia y de 3,7 pp en España) que para las empresas que emplean menos de 50 empleados (la *ratio* se redujo 0,2 pp en Francia y 2,6 pp en España). Además, en los dos países, la *ratio* de deudores comerciales sobre el total del activo fue más elevada en las empresas pequeñas y medianas que en las grandes. Esto parecería indicar que las pequeñas empresas se ven forzadas a vender a crédito, dada su incapacidad para exigir a sus clientes el pago al contado. Esta afirmación es respaldada por el indicador de período medio de cobro a clientes (véase gráfico III.1.1.28), que fue mucho más alto para las pequeñas empresas españolas (82,5 días en 1999) que para las grandes (47,9 días en 1999). En Francia, el período medio de cobro a clientes en 1999 fue de 77 días para las pequeñas empresas industriales y de 59 días para las de tamaño grande. Las pequeñas empresas españolas están peor situadas que las francesas en relación con este indicador, mientras que en las grandes la situación es la contraria (véase gráfico III.1.1.29).

El análisis sectorial revela que, de 1994 en adelante, el sector de bienes de consumo francés tuvo más éxito en la gestión de deudores comerciales que los sectores de bienes intermedios y bienes de equipo. Esto fue posible, entre otras cosas, por la naturaleza de las actividades llevadas a cabo por este sector. En España, el nivel más bajo de deudores comerciales se registró en el sector de bienes intermedios (véase gráfico III.1.1.27 en el anexo estadístico).

La aproximación a la gestión de los activos líquidos (inversiones financieras temporales y efectivo y depósitos) llevada a cabo por las empresas está estrechamente relacionada con la estrategia financiera adoptada. Así, una empresa puede usar su liquidez como un medio para reaccionar rápidamente a acontecimientos imprevistos en el curso de su ciclo empresarial, y de esa forma preservar su autonomía financiera. En el total, la *ratio* de liquidez se incrementó ligeramente más en Francia que en España. De media (véase gráfico III.1.1.30), la liquidez se situó en el 7,2% del total del activo en 1999, comparado con el 5,9% al principio del período en Francia, y en el 5,7% en 1999, comparado con el 5,2% al principio del período en España.

GRÁFICO III.1.1.20

CRÉDITO A EMPRESAS DEL GRUPO Y ASOCIADAS/TOTAL ACTIVO



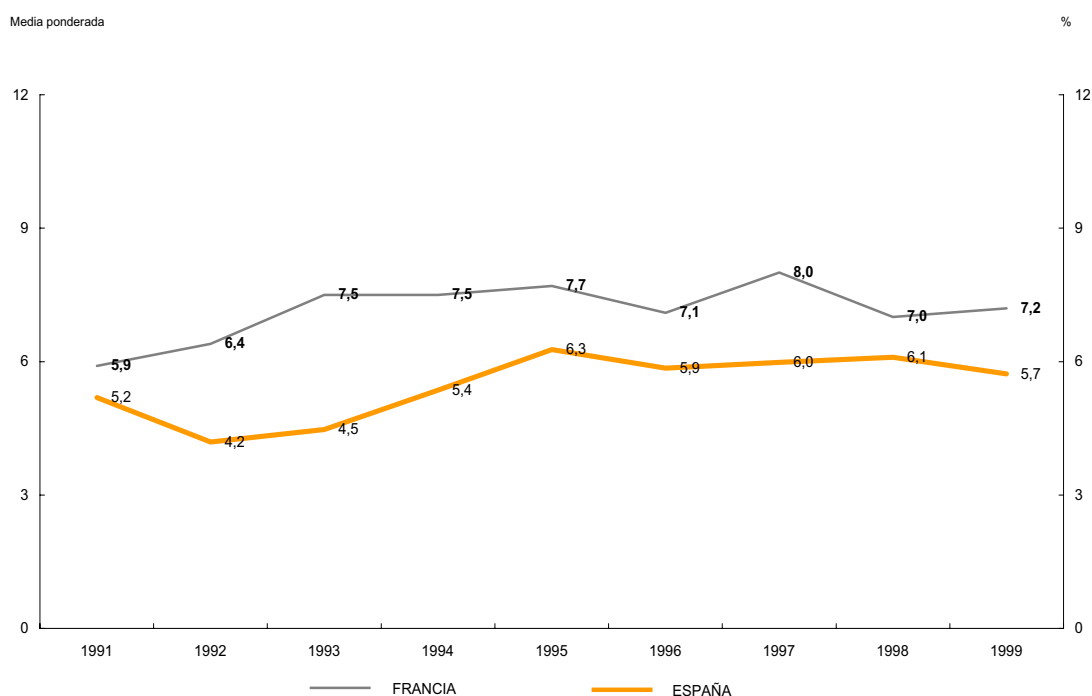
Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

En términos de tamaño, las pequeñas empresas francesas y españolas tuvieron unos niveles de liquidez más altos que las de tamaño grande en la década de los noventa (véase gráfico III.1.1.31 en el anexo estadístico). Este hecho estaría reflejando que las pequeñas empresas no tuvieron acceso permanente a líneas de financiación y, por ese motivo, estuvieron obligadas a mantener un *stock* de liquidez relativamente alto, con el que dotarse de la flexibilidad financiera necesaria. Las empresas más pequeñas están forzadas a adoptar este tipo de estrategia porque encuentran más dificultades para obtener liquidez de los bancos. Al final del período, los activos líquidos se situaron en el 11,7% del total del activo en las pequeñas empresas francesas y en el 12,1% en las españolas, comparados con el 6,3% del total del activo de las grandes empresas francesas y el 4,2% de las españolas.

Un análisis sectorial muestra que la liquidez registró proporciones sobre el total activo relativamente similares en el sector de bienes de consumo y de bienes de equipo franceses y españoles. El nivel de liquidez fue menor en el sector de bienes intermedios en todo el período, probablemente porque las presiones financieras y las restricciones cíclicas fueron menos intensas (véase gráfico III.1.1.32 en el anexo estadístico).

Se puede concluir a partir del análisis de la estructura del balance de las empresas industriales francesas y españolas que sus activos guardaron una estructura muy similar en términos de madurez y que los componentes del activo circulante se mantuvieron en niveles similares. En cambio, el inmovilizado material mostró diferencias muy marcadas en el peso del total del activo en los dos países. Esto podría estar relacionado, en parte, con las diferentes aproximaciones organizativas llevadas a cabo por los grupos empresariales en Francia y en España. A este respecto, se ha observado que la estructura de los activos está estrechamente ligada al tamaño de la empresa y al área de negocio (el factor sector). Las empresas más grandes tienen mayor

LIQUIDEZ/TOTAL ACTIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

capacidad de maniobra en la gestión de sus activos financieros que las de menor dimensión (disfrutaban de un acceso más amplio a los mercados de capitales, que les evita mantener un elevado nivel de tesorería), en cuanto al crecimiento externo (pueden subcontratar parte de su actividad a las filiales) y la gestión de tesorería (se benefician de unas condiciones bancarias más flexibles). El factor del sector es más evidente en la gestión de inventarios y en el uso que las empresas hacen del inmovilizado material.

1.2. Pasivo

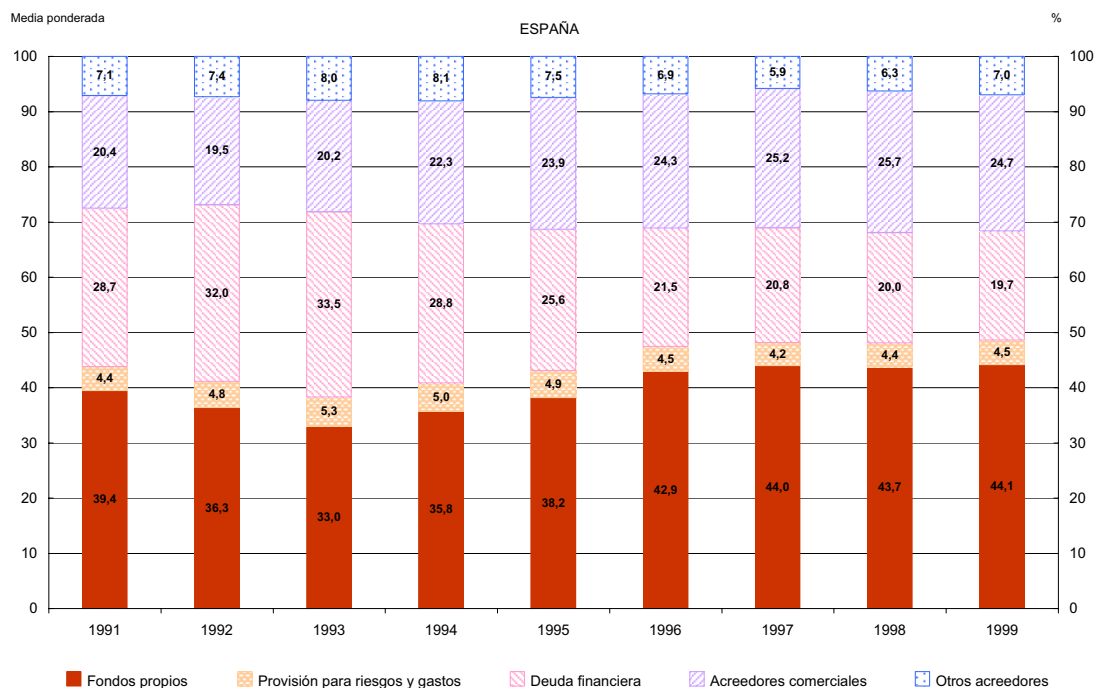
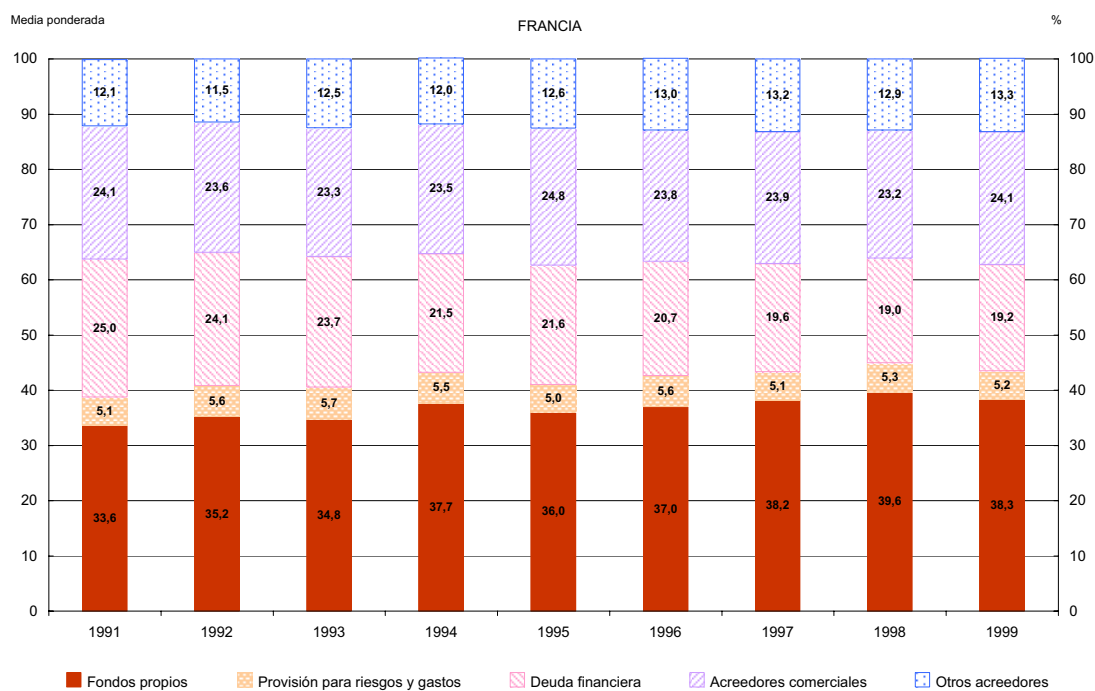
Las fuentes de financiación de las empresas industriales francesas y españolas se han dividido en este estudio en fondos propios, deuda financiera, acreedores comerciales, otros acreedores y provisiones para riesgos y gastos (véanse gráficos III.1.2.1 a III.1.2.7 en el anexo estadístico).

Del análisis de las medias ponderadas de estos componentes, se obtienen las siguientes conclusiones:

- Las empresas francesas mejoraron sustancialmente sus estructuras financieras durante los noventa, especialmente entre 1991 y 1994, a través del incremento del nivel de fondos propios. Como consecuencia, el peso de la deuda financiera sobre el total del pasivo se redujo en proporción similar, en este caso entre 1991 y 1999. Por su parte, el comportamiento de las empresas españolas en cuanto a los fondos propios estuvo muy vinculado al ciclo económico, aunque esta característica solo se registró en las empresas de mayor dimensión. Así, las pequeñas empresas españolas mantuvieron una tendencia totalmente diferente al total y también respecto de las pequeñas empresas francesas, lo que constituye un rasgo distintivo para España. Referido al total de empre-

GRÁFICO III.1.2.1

ESTRUCTURA DEL PASIVO TOTAL INDUSTRIA (MUESTRA)



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

sas industriales españolas, en el período de recesión detectado entre 1991 y 1993, hubo una caída en la proporción de fondos propios en el total del pasivo, seguida de una recuperación, desde 1994 en adelante, hasta alcanzarse un máximo en 1999.

- El peso de la deuda financiera se redujo en los dos países en la misma proporción en que se incrementó el nivel de fondos propios. La estructura de la deuda financiera muestra en Francia y en España una caída de la deuda bancaria entre 1991 y 1998, independientemente del tamaño y del sector, y un aumento de la financiación de empresas del grupo y asociadas.
- La *ratio* de provisiones para riesgos y gastos sobre el total muestra que las empresas francesas y españolas hicieron un uso marginal de esta fuente de fondos a lo largo de todo el período, comparado con lo que sucedió con los fondos propios y los préstamos. En el caso de las empresas francesas, una razón que lo explica es que las reglas contables y fiscales son extremadamente precisas en la determinación de la cuantía de la provisión que pueden dotar las empresas, lo que deja a las compañías francesas con poco poder discrecional para provisión. En España, el cambio legal que ha obligado a las empresas no financieras a externalizar los fondos de pensiones motivó la reducción de esta *ratio*.
- El análisis por tamaños muestra diferencias entre Francia y España debidas a las distintas prácticas que existen en los dos países en la utilización de la financiación externa.
- En el análisis sectorial, en ambos países, los sectores de bienes de consumo y bienes intermedios presentan estructuras financieras bastante similares, al contrario de lo que sucede en el caso del sector de bienes de equipo, en el que se detectan diferencias entre España y Francia.

El siguiente análisis persigue identificar los pesos de las diferentes fuentes de financiación sobre el total del pasivo en las empresas industriales francesas y españolas e identificar cómo estos pesos han cambiado en el período 1991-1999.

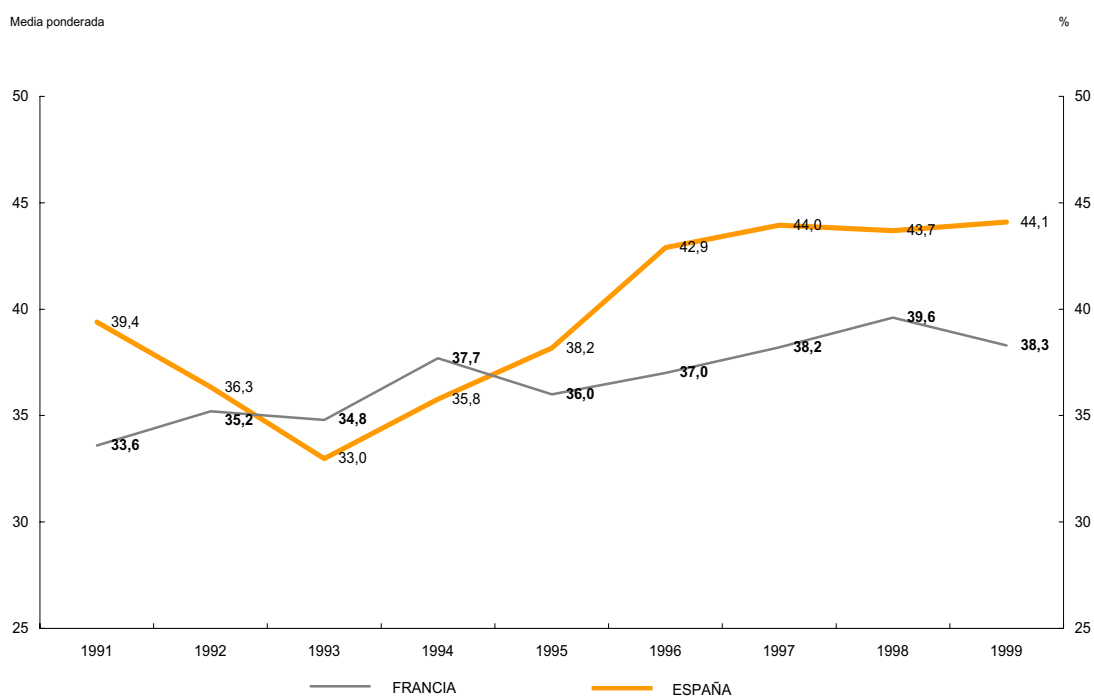
1.2.1. Fondos propios

Los fondos propios (6) son una fuente clave de recursos para las empresas francesas y españolas. La media ponderada de la *ratio* fondos propios sobre el total del pasivo (véase gráfico III.1.2.8) se incrementó de forma acusada en el período estudiado en Francia, pasando del 33,6% en 1991 al 38,3% en 1999. Al mismo tiempo, la mediana pasó del 29,1% en 1991 al 34,1% en 1999, confirmando la tendencia alcista. En España, los cambios en la *ratio* fondos propios sobre el total del pasivo estuvieron muy influenciados por el ciclo económico, con la *ratio* fluctuando entre el 33% en 1993 y el 44% en 1999. De 1991 a 1994 se registró una marcada caída en la *ratio*, debido a la acumulación de resultados negativos en las empresas españolas, lo que se ha comprobado en el análisis de los componentes de los fondos propios. El epígrafe «otras reservas» acumuló resultados negativos durante los años de recesión y su peso sobre el total del pasivo registró un mínimo en 1993 de 12,9% (frente al 28,5% de 1999). Desde 1994 en adelante, la *ratio* de fondos propios sobre el total del pasivo retomó una tendencia alcista, hasta alcanzar el máximo en 1999.

(6) Fondos propios: sus principales componentes son el capital social, las reservas, el beneficio o pérdida del ejercicio y las subvenciones de capital. Véase la definición exacta en el capítulo II en las tablas de paso.

GRÁFICO III.1.2.8

FONDOS PROPIOS/TOTAL PASIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

En Francia, la totalidad del incremento de los fondos propios puede explicarse por dos factores:

- La acumulación de reservas por las empresas. El doble propósito perseguido por las empresas francesas fue conseguir mejorar sus estructuras financieras (esencialmente en la segunda mitad de la década), una cuestión estratégica, y aprovechar las ventajas fiscales de los beneficios no distribuidos. Esta medida, que duró hasta 1993, ofreció tipos impositivos más reducidos para los beneficios no distribuidos que para los distribuidos. En 1999, de media, las reservas se situaron en el 30% del total de fondos propios y en el 11,2% del total del pasivo en las empresas industriales.
- El incremento en el capital social a lo largo de los años noventa, en sintonía con el crecimiento de los mercados de capitales (véase anexo IV sobre el «Sistema financiero en Francia y en España»). En 1999, el capital social se situó en el 12,2% del total del pasivo (que se compara con el 9,3% de 1991), y en casi un tercio del total de fondos propios.

En España, como se ha indicado anteriormente, el incremento de los fondos propios en los últimos seis años analizados puede atribuirse al incremento en las reservas por la acumulación de beneficios no distribuidos. La proporción de reservas en el total del pasivo fluctuó desde el 13% en 1993 hasta el 31% en 1999. En el mismo período, la *ratio* de capital social sobre el total del pasivo se redujo alrededor de 6 pp.

Un examen de la *ratio* fondos propios/total pasivo revela que en Francia los fondos propios se incrementaron en todas las categorías de tamaño, independientemente del indicador estadístico utilizado (media ponderada o mediana). Si se considera la mediana, se observa

que la proporción de fondos propios sobre el total del pasivo se incrementó con el número de empleados en el período 1991-1999. Sin embargo, el intervalo que separa a las pequeñas empresas, de menos de 50 empleados, y las muy grandes, de más de 500 empleados, se estrechó considerablemente a partir de mediados de los noventa, desde 6,2 pp en 1991 hasta 1,5 pp en 1999. Así, ha surgido una tendencia a obtener niveles uniformes de fondos propios, lo que refleja el hecho de que las empresas industriales francesas han adoptado la misma aproximación, independientemente de su tamaño. En 1999, la media ponderada de fondos propios sobre el total del pasivo se situó en el 38,3% en las empresas pequeñas, en el 37,6% en las de tamaño mediano y en el 38,4% en las grandes empresas (véase gráfico III.1.2.9 en el anexo estadístico).

En España, los modelos de comportamiento cambiaron en el período considerado más significativamente en función del tamaño de la empresa. En la segunda mitad de la década, la *ratio* de fondos propios sobre el total del pasivo fue más baja en las empresas industriales de tamaño pequeño que en el total de la industria. Además, la *ratio* para el agregado de pequeñas empresas estuvo poco influenciado por el ciclo económico: se alcanzó un mínimo de 34,9% en 1995, antes de registrar un pequeño incremento de 3 pp al final del período. Igualmente, la *ratio* para las empresas de tamaño mediano no tuvo correlación con las fluctuaciones del ciclo, situándose no obstante en unos niveles más elevados que en las pequeñas, que alcanzaron un mínimo del 42,5% en 1994, incrementándose hasta 4 pp al final del período. Por el contrario, en las empresas de mayor dimensión la *ratio* de fondos propios sobre el total del pasivo estuvo fuertemente influenciada por el ciclo económico y fue en esta categoría en la que se observaron mayores fluctuaciones, pasando del 32,8% en 1993 al 44,7% en 1999 (véase gráfico III.1.2.9 en el anexo estadístico). Esta tendencia fue todavía más acusada para las empresas muy grandes, de más de 500 empleados.

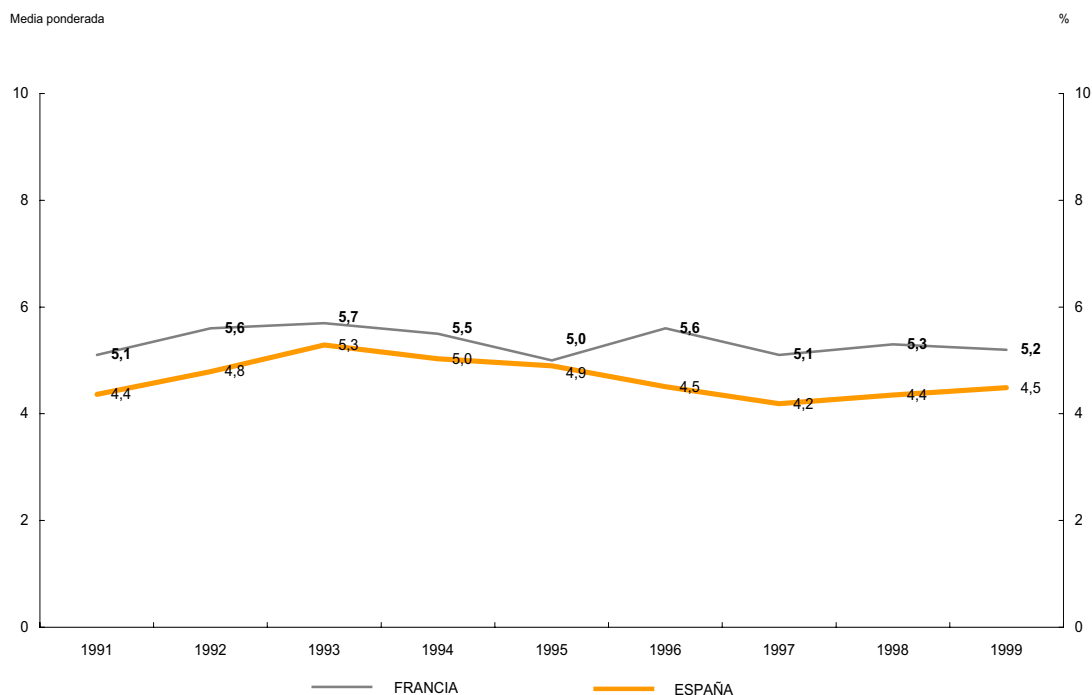
El análisis por sector de actividad (véase gráfico III.1.2.10 en el anexo estadístico) muestra que en Francia los fondos propios permanecieron en niveles bastante similares en los sectores de bienes de consumo y bienes intermedios entre 1991 y 1999, situándose por encima del nivel del sector de bienes de equipo en todo el período. Esta diferencia fue debida a dos factores: primero, el mayor peso de capital social en el sector de bienes intermedios, lo que mostraría que las empresas de este sector han tenido mayor acceso al mercado de capitales; segundo, el mayor nivel de reservas en los sectores de bienes intermedios y bienes de consumo, comparado con el de bienes de equipo. En definitiva, al final del período estudiado, la *ratio* de fondos propios sobre el total del pasivo se situó en el 44% en el sector de bienes intermedios, en el 40,8% en el sector de bienes de consumo, y en el 29,6% en el sector de bienes de equipo. En España, la *ratio* fue estable y más elevada en el sector de bienes de consumo. Esto contrastó con los otros dos sectores, que registraron fuertes incrementos: en el sector de bienes intermedios, la *ratio* pasó del 33,3% en 1993 al 49,2% en 1999, mientras que se incrementó del 22,1% en 1993 al 35,3% en 1999 en el sector de bienes de equipo.

1.2.2. Provisiones para riesgos y gastos

Tanto la media ponderada (véase gráfico III.1.2.11) como la mediana de la *ratio* de provisiones sobre el total del pasivo muestran que las provisiones para riesgos y gastos juegan un papel menor como fuente de financiación de las empresas francesas y españolas. En Francia, este hecho es debido especialmente a las estrictas reglas contables que existen para valorar las provisiones. Dado que las provisiones para pensiones no son fiscalmente deducibles, los sistemas complementarios de pensiones gestionados por los empresarios tienen un carácter marginal. Por esta misma razón, mecanismos indirectos, como los fondos de pensiones gestionados por entidades ajenas a la empresa, son más comunes. Finalmente, hay que destacar que las em-

GRÁFICO III.1.2.11

PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS/TOTAL PASIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

presas francesas prefieren los planes de participación en beneficios como medida para incentivar a sus empleados.

En España, también esta fuente de financiación tiene una importancia muy limitada. Así, las provisiones para riesgos y gastos fluctuaron entre el 4% y el 5% del total del pasivo en el período analizado. Una de las principales razones de la reducción detectada en este nivel en los últimos años es la obligación de las empresas de externalizar este tipo de compromiso. El proceso, que se inició en 1995, debería haber sido completado en 2002 (véase el anexo VI sobre «el tratamiento legal de las pensiones en España y en Francia»).

Un análisis por tamaños muestra que las provisiones para riesgos y gastos representan un porcentaje muy bajo del total del pasivo en las empresas pequeñas en ambos países: en Francia, la mitad de las empresas de menor dimensión (entre 0 y 49 empleados) no dotan provisiones para riesgos y gastos, y la media ponderada se situó en el 1,8% en 1999. En España, la media ponderada de la *ratio* permaneció en el 0,4%, debido a que las empresas pequeñas apenas constituyeron fondos de pensiones, primero, porque no es habitual este tipo de remuneración a sus empleados y, segundo, porque es obligatorio para ellas externalizar la gestión de tales fondos. Además, en ambos países, la cifra de provisiones para riesgos y gastos en el total del balance aumenta en proporción al número de empleados: en 1999, la media ponderada se situó en el 6,5% de total del pasivo para las empresas francesas muy grandes, de más de 500 empleados, 6,1% para las grandes empresas francesas, que emplean más de 250 empleados, y 5,8% para las grandes empresas españolas (véase gráfico III.1.2.12 en el anexo estadístico).

En ambos países, el peso de las provisiones fue más elevado en el sector de bienes de equipo que en los otros dos sectores de actividad analizados (véase gráfico III.1.2.13 en el anexo estadístico), si bien este comportamiento fue más evidente en el caso de Francia.

1.2.3. Deuda financiera (7)

Las prácticas contables para registrar la deuda financiera según el plazo difieren en Francia y en España (8), tal como se ha informado en el capítulo II de este documento; por este motivo, con el fin de poder realizar comparaciones entre ambos países, sería mejor analizar las fuentes de financiación de acuerdo con su naturaleza y no según su plazo o maduración.

1.2.3.1. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA ENTRE 1991 Y 1999

Un examen de la estructura de la deuda de las empresas industriales francesas revela que la proporción de deuda financiera se redujo de forma significativa entre 1991 y 1999, independientemente del indicador estadístico analizado (media ponderada o mediana). Además, hasta 1998, las fluctuaciones cíclicas (ralentización de la economía entre 1990 y 1992; recesión desde 1992 hasta 1993; después, crecimiento desde la mitad de los noventa en adelante) tuvieron poco impacto en esta proporción. Así, entre 1991 y 1998 (véase gráfico III.1.2.14), las empresas industriales redujeron el peso de la deuda financiera en el total del pasivo en 6 pp, si se analiza la media ponderada, y 5,3 pp según la mediana.

Este comportamiento podría estar poniendo en evidencia un proceso de desintermediación, ilustrado por una reducción continua del peso de la deuda bancaria en el total del pasivo de las empresas francesas, desde el 12,1% en 1991 al 7,6% en 1998 en la media ponderada. La desintermediación también tuvo lugar en España, en ese caso desde 1992 y con un impacto mayor que en el caso de Francia: la *ratio* «deuda con entidades de crédito sobre total del pasivo» se redujo en 11 pp, desde el 21,2% en 1992 al 10,2% en 1998 (véase gráfico III.1.2.17). Las razones de que tuvieran comportamientos similares las empresas francesas y españolas en los cambios en sus fuentes de financiación pueden atribuirse a las leyes nacionales de quiebra, que tienen rasgos muy parecidos (véase anexo V sobre la Ley Concursal en Francia y en España). Estas leyes motivaron que las instituciones de crédito se mostraran especialmente cautelosas durante este período, en claro contraste con el comportamiento aparentemente menos receloso de bancos de otros países europeos, tales como Alemania. Esta diferencia puede explicarse en gran parte por el mejor tratamiento a los acreedores que se deriva de la Ley de Quiebra alemana. Los bancos alemanes están bien protegidos contra los préstamos impagados causados por una quiebra, debido al sistema de garantía del crédito. Esto explica por qué el nivel de deuda de las empresas alemanas permaneció relativamente constante durante el período estudiado (9).

Desde 1998, sin embargo, ha habido una vuelta atrás hacia la intermediación bancaria en las empresas francesas. En particular, se ha observado un incremento de la deuda bancaria sobre el total del pasivo al final del período analizado. Entre 1998 y 1999, la *ratio* pasó de 7,6% a 8,6% en media ponderada, después de haber permanecido estable entre 1997 y 1998. Este cambio también tuvo lugar en España, aunque en menor escala, con la *ratio* aumentando desde el 10,2% en 1998 al 10,7% en 1999.

En términos de tamaño, las empresas francesas, independientemente de su dimensión, mostraron unas tendencias más uniformes en comparación con las españolas, aunque con dis-

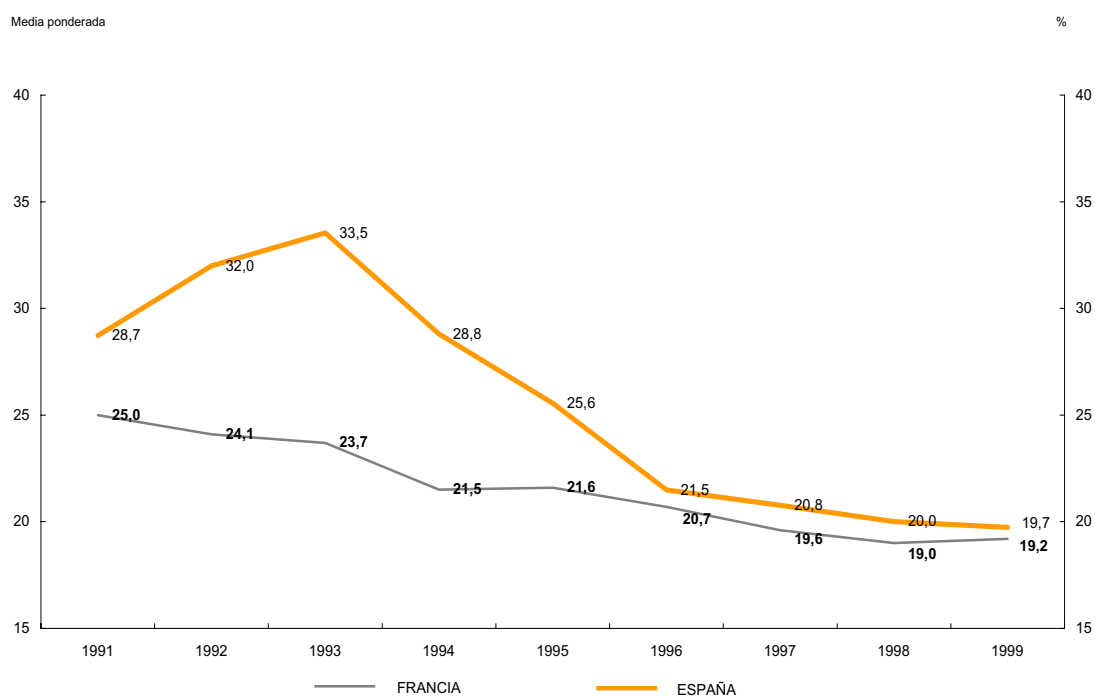
(7) La deuda financiera se ha definido en este estudio como la suma de la financiación bancaria a largo y corto plazo, las obligaciones y otros valores de renta fija, los préstamos de empresas del grupo y asociadas y el resto de otras deudas financieras.

(8) La Central de Balances francesa registra las deudas a partir de su madurez en el origen. En España, de acuerdo con la Cuarta Directiva Europea, las deudas se registran siguiendo el criterio de su madurez residual.

(9) Véase el estudio «Corporate finance in Germany and France» (Septiembre 1999)

GRÁFICO III.1.2.14

DEUDA FINANCIERA/TOTAL PASIVO



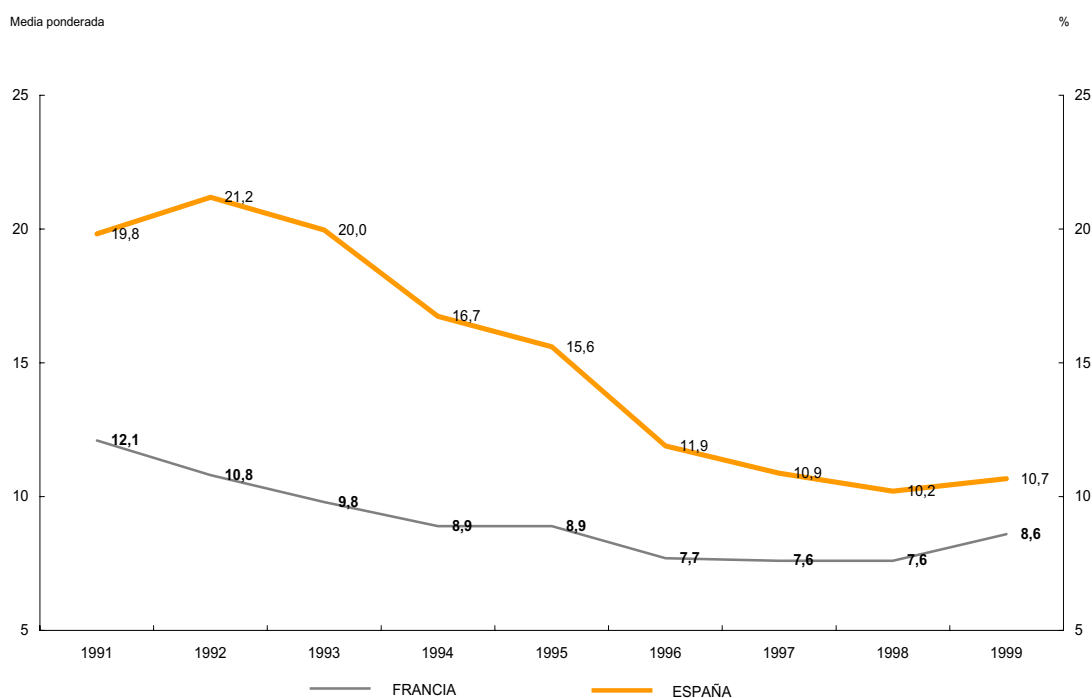
Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

tinto nivel según los tamaños de empresa. En Francia, esta aproximación refleja la mayor autonomía financiera de las empresas industriales francesas, comparado con las más pequeñas. En España, el peso relativo de la deuda financiera en el total del balance de las pequeñas empresas permaneció alto y estable (29,6% en 1992 y 1999), mientras que en las grandes empresas el peso se redujo significativamente, pasando del 33% en 1992 al 18,2% en 1999. (Véase gráfico III.1.2.15 en el anexo estadístico.)

Un examen de las fuentes de financiación utilizadas revela que:

- Ha habido una gran diferencia entre las pequeñas y grandes empresas en Francia en términos de peso de la deuda bancaria sobre el total del pasivo, aunque esta diferencia se fue reduciendo al final del período: la media ponderada pasó del 17,7% en 1991 al 12,2% en 1999 para las pequeñas empresas (0-49 empleados), mientras que cayó del 9,8% al 6,7% para las empresas con más de 500 empleados en ese mismo período. En otras palabras, la diferencia pasó de casi 8 pp al principio del período a 5,5 pp en 1999. La diferencia que separa a las pequeñas de las grandes empresas (más de 250 empleados) pasó de 7,3 pp en 1991 a 5 pp en 1999. En España, el peso de la deuda bancaria sobre el total del pasivo aumentó desde 19,9% en 1991 al 24,6% en 1999 en las pequeñas empresas y se redujo desde 19,2% a 9,6% en las más grandes, lo que demuestra que el tamaño tuvo un gran efecto en el comportamiento habido. (Véase gráfico III.1.2.18 en el anexo estadístico.)
- Las grandes empresas francesas muestran un gran efecto de sustitución en las fuentes de financiación, que tuvieron menos dificultad en acudir a los mercados financieros para captar nuevos fondos. Las obligaciones y otros valores de renta fija se situaron en el 2% del total del pasivo en las empresas grandes, comparado con el valor cercano a

DEUDAS CON ENTIDADES DE CRÉDITO/TOTAL PASIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

cero de las más pequeñas. El efecto de sustitución fue insignificante en España. Independientemente del tamaño, las empresas industriales españolas hicieron poco uso de esta fuente de financiación durante el período estudiado.

En el análisis por sector, el peso de la deuda financiera sobre el total de pasivo de las empresas francesas y españolas cayó durante el período 1991-1999 en todos los sectores de actividad analizados (véase gráfico III.1.2.16 en el anexo estadístico). La reducción, que fue similar en el sector de bienes de consumo de ambos países, fue sin embargo más acentuada en España en los otros dos sectores considerados, llegando a observarse una tendencia al alza durante el período de recesión (1992-1993), que vino seguida de una intensa caída. Además, al final del período, la *ratio* de deuda financiera sobre total del pasivo permaneció sensiblemente más baja en el sector de bienes de equipo que en los otros dos sectores. Pasó al 15,8% en 1999 en España y 16,5% en Francia, tras una caída más abultada en España (10,3 pp) que en Francia (3,5 pp) a lo largo del período. En Francia, dicha situación se explica por el hecho de que este sector hace un menor uso de la deuda bancaria y está más orientado hacia los préstamos de empresas del grupo y asociadas (véase el análisis en estructura de la deuda).

1.2.3.2. ESTRUCTURA DE LA DEUDA FINANCIERA

El análisis de las fuentes de financiación externas (véase el siguiente gráfico III.1.3.1) utilizadas en Francia y en España revela las siguientes tendencias:

- Los préstamos de empresas del grupo y asociadas representaron un gran porcentaje de las fuentes de financiación ajenas utilizadas por las empresas francesas y españolas.

GRÁFICO III.1.3.1

**DEUDA FINANCIERA
TOTAL INDUSTRIA (MUESTRA)**

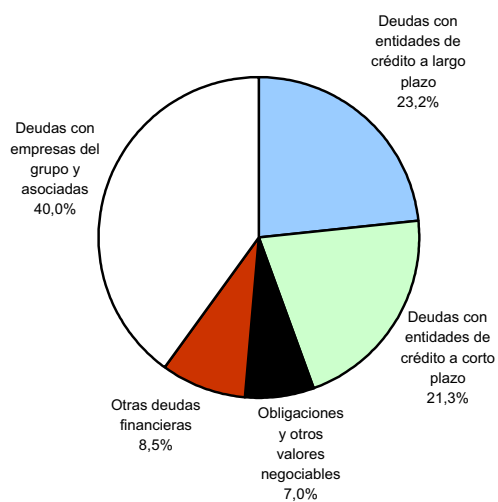
**FRANCIA
(1991)**



**ESPAÑA
(1991)**



**FRANCIA
(1999)**



**ESPAÑA
(1999)**



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

En 1999, su peso se situó en el 40% en Francia, 9,7 pp más que en 1991 y prácticamente igual que el peso de la deuda bancaria. Las empresas aumentaron más sus recursos financieros por esta vía que utilizando los mercados de dinero y capital nacionales e internacionales. En España, la proporción de la financiación intragrupo sobre el total de la deuda financiera también se incrementó, al pasar del 18,6% en 1991 al 30,2% en 1999. En particular, esto permitió a las empresas españolas recortar la financiación a corto plazo de las entidades bancarias.

- La deuda bancaria en Francia se mantuvo orientada hacia el largo plazo, cuyo peso sobre el total de la deuda financiera se situó en el 23,2% en 1999, ligeramente por debajo del 24% de 1991. El peso del corto plazo cayó desde el 26,7% en 1991 al 21,3% en 1999, lo que supuso una caída de 5,4 pp. Esto fue debido a dos factores: primero, la determinación de las empresas de reducir su vulnerabilidad mientras fortalecían su autonomía financiera; segundo, la mayor selectividad en el reparto de los créditos, que afectó a la financiación a corto plazo en los años noventa. Efectivamente, parece que los tipos relativamente altos aplicados a los préstamos a corto plazo a finales de 1992 y principios de 1993 en respuesta a la perspectiva económica poco prometedora llevaron a las empresas a recurrir en mayor medida a deuda bancaria a largo plazo. El peso global de la deuda bancaria en el total de la deuda financiera, tanto a corto como a largo plazo, se redujo de forma regular hasta 1996, cuando alcanzó el 39,1%, comparado con el 50,7% de 1991. A partir de entonces, empezó a aumentar, situándose en el 44,5% en 1999, cuando las empresas se endeudaron más, en consonancia con el renovado crecimiento de la economía. La misma situación se observa en España: la proporción de deuda bancaria sobre el total de la deuda financiera cayó desde un 68,9% en 1991 al 56,1% en 1999. La proporción de préstamos a corto plazo en el total de la deuda financiera cayó 13 pp entre el principio y el final del período. Sin embargo, la práctica común de las empresas españolas, especialmente las pequeñas, de descontar letras de cambio es uno de los motivos que explican el elevado nivel de préstamos a corto plazo, comparado con el nivel observado en Francia. A través de esta técnica, el dinero pagado por los bancos a cambio de los derechos de cobro de las ventas de las empresas se registra con vencimiento inferior a un año. Esta práctica está sobre todo extendida entre las empresas más pequeñas debido a los períodos dilatados de cobro a los que se tienen que enfrentar. La proporción de la deuda a largo plazo se mantuvo estable en el 23% a través del período revisado. A este respecto, hay que destacar el papel jugado por las cajas de ahorro en España, que concedieron el 40% del total de préstamos de las entidades de crédito (véase anexo IV, titulado «Los sistemas financieros francés y español»).
- El peso de los otros componentes de la deuda financiera es menos significativo y sus contribuciones no cambiaron mucho entre 1991 y 1999.

El análisis por tamaño permite concluir que la estructura de la deuda varió de acuerdo con la dimensión de la empresa. No obstante, las diferencias fueron menos pronunciadas en Francia que en España (véase gráfico III.1.3.2 en el anexo estadístico).

Los préstamos bancarios a corto plazo representaron la principal fuente de financiación externa para las empresas francesas de tamaño mediano, esto es, las que emplearon entre 50 y 250 empleados. Esta deuda se situó en el 34,9% de los fondos externos para las empresas de este tamaño en 1999, comparado con el 31,4% para las pequeñas empresas con menos de 50 empleados y el 16,4% para las grandes. La situación se registró a la inversa, en España, desde 1995, año a partir del cual las pequeñas empresas, hicieron más uso de los préstamos a corto plazo que las medianas. En 1999, los préstamos a corto plazo representaron el 51,1% del total

de la deuda financiera para las pequeñas empresas, con menos de 50 empleados, comparado con el 48,9% en empresas que emplearon entre 50 y 250 empleados, y el 27,3% en las grandes empresas. Además, en Francia la *ratio* de préstamos de entidades de crédito a largo plazo sobre el total de la deuda financiera se comportó de forma inversamente proporcional al tamaño de la empresa. En las pequeñas empresas, que emplean a menos de 50 empleados, esta *ratio* se situó en el 31,4% en 1999, mientras que en las grandes empresas, con más de 250 empleados, se mantuvo en el 20,8%. Los grupos de empresas crearon estructuras organizadas para gestionar sus relaciones con los bancos e inversores, consiguiendo recortes en los costes de transacción inherentes en la obtención de fondos externos. Además, los grandes grupos tienen una mayor influencia en los mercados, que les permite asegurarse unas condiciones de financiación de los bancos más favorables. Los costes más bajos de la financiación intragrupo comparados con los costes de otra financiación externa contribuyen a explicar por qué las empresas hacen un uso menor de los préstamos de entidades de crédito cuando financian a sus filiales.

El mismo comportamiento se observa en España. Los préstamos de entidades de crédito a largo plazo se situaron en el 31,5% del total de la deuda financiera en las pequeñas empresas en 1999, frente al 24% en las medianas y el 22,8% en las grandes empresas.

Los préstamos de empresas del grupo y asociadas son muy utilizados por las grandes empresas francesas, la mayoría de las cuales pertenecen a un grupo. Este tipo de financiación se situó en el 44,3% del total de la deuda financiera en las grandes empresas francesas en 1999 y en el 35,9% en las españolas. En las empresas de tamaño mediano, la *ratio* fue del 27,5% en Francia (17,1% en 1991) y del 15,3% en España en 1999. Por el contrario, mientras que la financiación intragrupo registró el 31,4% de la deuda financiera en las pequeñas empresas francesas (21,5% en 1991), representó menos del 1% en las pequeñas empresas españolas.

Las grandes empresas francesas también hicieron un mayor uso de la financiación vía obligaciones y bonos que las pequeñas empresas, porque las primeras disfrutaban de un acceso más fácil a los mercados de capitales y también porque los costes de emisión son demasiado elevados para las pequeñas compañías. Las empresas españolas, independientemente del tamaño, hicieron un uso prácticamente nulo de la financiación a través de la emisión de obligaciones.

El examen por sector de actividad revela diferencias en las estructuras de deuda tanto en Francia como en España (véase gráfico III.1.3.3 en el anexo estadístico). El sector de bienes de equipo destacó por la importancia de los préstamos de empresas del grupo y asociadas, que se situaron en el 47,9% del total de la deuda financiera de las empresas en este sector en Francia y en el 40,3% en España en 1999. Además, las empresas francesas del sector hicieron un uso considerable de la financiación vía emisión de obligaciones y bonos (15,4% en 1999). Esta fuente de fondos está extendida especialmente dentro del sector de automoción. Por último, la deuda con entidades de crédito (largo plazo + corto plazo) se situó en el 29,6% del total de la deuda financiera en este sector en Francia en 1999, comparado con el 35,0% en España. Los sectores de bienes de consumo e intermedios tienen estructuras de deudas muy parecidas en Francia: predomina la financiación intragrupo, seguida de los préstamos de entidades de crédito a largo plazo y, por último, a corto plazo, aunque el detalle presenta ligeras diferencias entre los dos sectores. En España, en la estructura de la deuda en estos dos sectores, predomina el uso de la deuda con entidades de crédito a corto plazo, que se situó en el 41,4% de la deuda financiera en el sector de bienes de consumo en 1999 y en el 33,5% en el sector de bienes intermedios. También los préstamos de empresas del grupo y asociadas representaron una elevada proporción de la deuda financiera en el sector de bienes de consumo (32,8% en 1999), mientras que la deuda con entidades de crédito a largo plazo cubrió un porcentaje importante en el sector de bienes intermedios (32,1% en 1999).

FINANCIACIÓN DEL GRUPO: UN PASIVO EN PROGRESIÓN

En todos los países industrializados ha habido una aceleración en los procesos de consolidación empresarial y en la creación de grupos empresariales. Este hecho de que una empresa pertenezca a un grupo repercute tanto en el nivel como en la estructura de financiación, además de ser un factor que reduce la información asimétrica entre empresas y prestamistas.

Los grupos pueden centralizar su gestión de tesorería en estructuras especializadas con el fin de optimizar la gestión de sus préstamos e inversiones. El departamento financiero es responsable de centralizar los flujos de liquidez de las filiales, con compensaciones bilaterales o multilaterales de posiciones de crédito y débito recíprocas en un grupo internacional, asignando los flujos a las compañías en el grupo a través de anticipos en las cuentas corrientes o préstamos intragrupo, y tomando decisiones relativas al endeudamiento e inversiones del grupo en los mercados.

Este método de gestión está basado en proporcionar financiación interna a las filiales que presentan déficit a partir de los excedentes de caja de las que presentan superávit. La compañía prestamista factura a un tipo normal cercano al tipo del mercado.

Como los excedentes de caja internos se usan para cubrir las necesidades de las compañías que tienen déficit, el global de la deuda del grupo es más bajo que si las compañías con pérdidas hubieran tenido que solicitar préstamos individuales. Además, centralizar la dirección financiera de varias entidades en el grupo permite negociar la totalidad de las condiciones bancarias, lo que reduce los costes de transacción relacionados con la obtención de fondos externos.

Los fondos prestados entre empresas de un mismo grupo deben considerarse como una de las fuentes de financiación empresarial, ampliamente utilizada en Francia, donde el efecto del tamaño parece bastante pronunciado. Así, las grandes empresas industriales francesas y españolas redujeron considerablemente su proporción de deuda con entidades de crédito en el período revisado, y la sustituyeron en gran medida con financiación del grupo, aunque para el total de la industria en Francia la *ratio* de la financiación intragrupo sobre el total del pasivo (véase gráfico III.1.2.20) se incrementó solo ligeramente, desde el 11,7% en 1991 al 12,1% en 1999. En España, la proporción se incrementó más, pasando del 10,8% en 1991 al 13,3% en 1999. Desde 1994, las evoluciones son similares en ambos países, pero el peso de la deuda financiera con empresas del grupo y asociadas es más elevado en Francia (alrededor del 9% del total del pasivo) que en España (sobre el 7% del total pasivo).

En los tres sectores de actividad analizados, la *ratio* se comportó de forma similar en el período considerado en Francia, excepto en el sector de bienes de equipo, donde la proporción de préstamos de empresas del grupo y asociadas se incrementó 2,1 pp entre 1991 y 1999, lo que llevó a que la *ratio* se situara en el rango del 10% al 14% en los sectores analizados. En España, por su parte, la *ratio* se incrementó en todos los sectores en dicho período. (Véase gráfico III.1.2.22 en el anexo estadístico.)

BIBLIOGRAFÍA

- Desbrières, P. y Poincelot, E. (1999). «Gestion de trésorerie», *Éditions Management Société*.
 Kremp, E. y Sevestre, P. (2000). «L'appartenance à un groupe facilite le financement des entreprises», *Économie et statistiques*, n.º 336.
 Richard, J., Becom Simons y asociados, Secafi Alpha y asociados (2000). «Analyse financière et gestion des groupes», *Économica*.

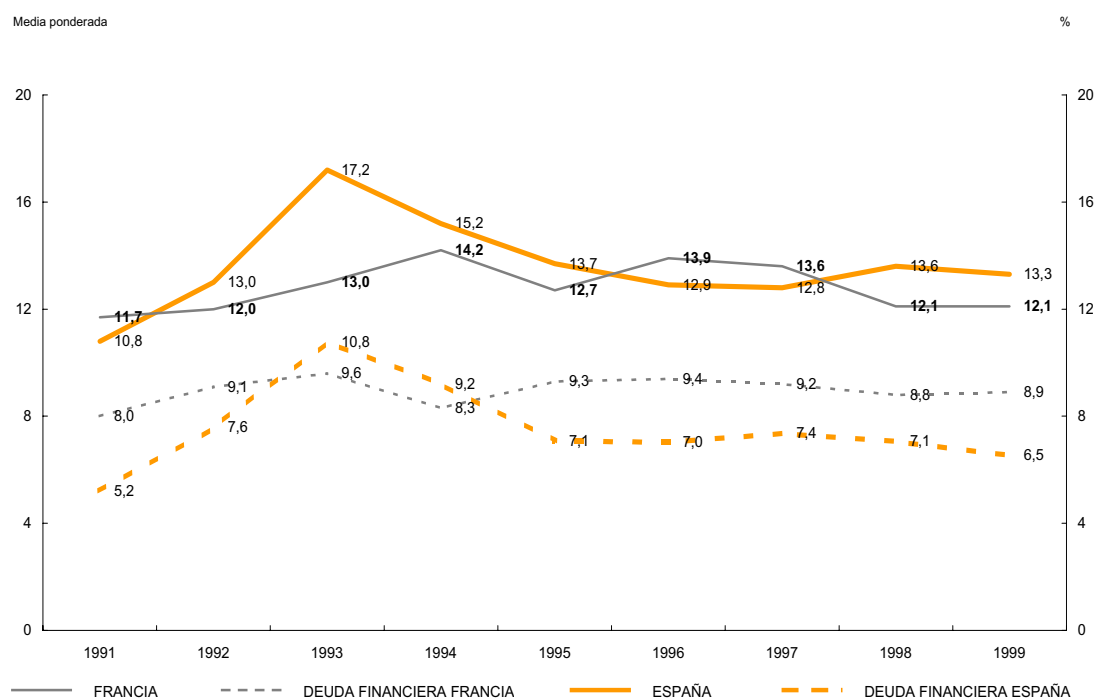
También hay que mencionar el menor uso que han hecho las grandes empresas francesas de la financiación derivada del *leasing*. En 1999, este tipo de deuda se situó en el 5,5% del total de la deuda financiera (10) en las grandes empresas industriales, comparado con el 7,3% para las empresas medianas y el 16,2% en las más pequeñas. Las pequeñas empresas afrontaron las mayores restricciones en la financiación de activos fijos, dado el mayor uso que se ha hecho del *leasing* financiero.

Otra forma de evaluar la importancia de la «financiación del grupo» es analizar su peso en el total del balance y examinar más específicamente la evolución de la parte financiera.

(10) La cantidad total «deuda financiera + *leasing* financiero».

GRÁFICO III.1.2.20

DEUDAS TOTALES Y FINANCIERAS CON EMPRESAS DEL GRUPO Y ASOCIADAS/TOTAL PASIVO

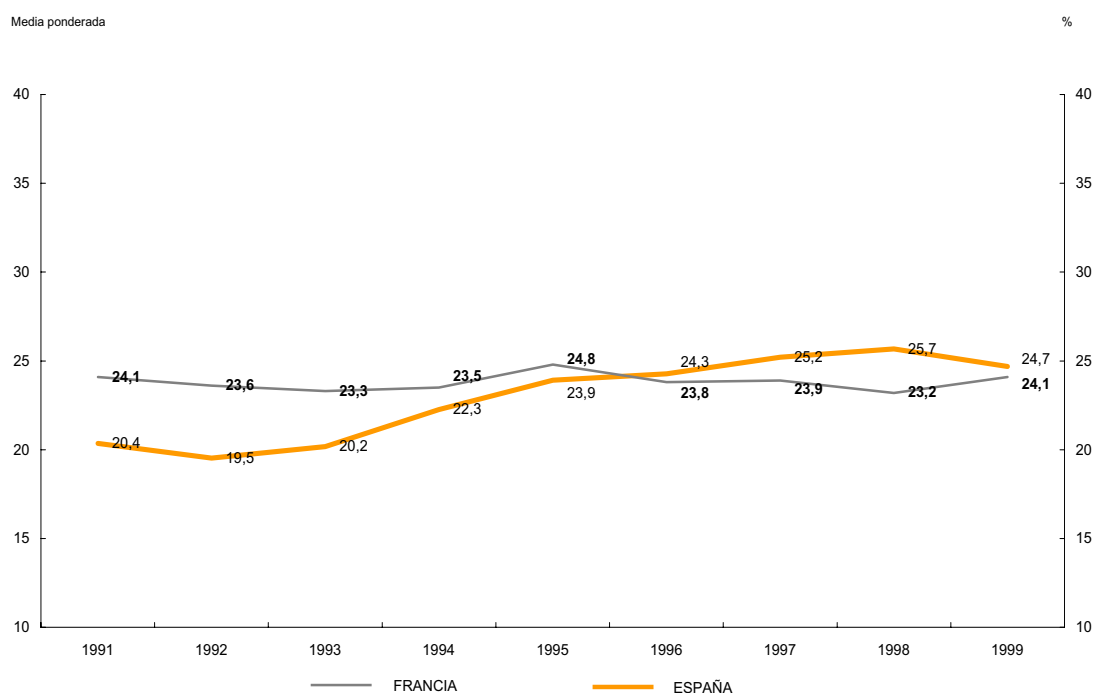


1.2.4. Acreedores comerciales

Los acreedores comerciales constituyen otra importante fuente de financiación para las empresas francesas y españolas. El análisis del peso de esta partida en media ponderada informa de que los acreedores comerciales han sido una fuente de financiación a corto plazo clave para las empresas industriales de ambos países. La proporción de acreedores comerciales sobre el total del pasivo en las empresas francesas alcanzó el 24,1% en 1999 (véase gráfico III.1.2.23), es decir, tres veces el peso de la deuda con entidades de crédito (8,6% en 1999), aunque la información existente en el período considerado señala una tendencia a largo plazo a reducir ligeramente la cifra de acreedores. La diferencia entre las dos *ratios* «acreedores comerciales/total pasivo» y «deuda con entidades de crédito/total pasivo» fue particularmente elevada entre 1991 y 1993, sin duda en respuesta a la recesión económica que tuvo lugar durante ese período. En fases de crisis del ciclo económico, las empresas son presionadas por sus proveedores para que recorten sus períodos de pago, mientras que, al mismo tiempo, intentan cobrar sus débitos lo antes posible. En 1993, Francia introdujo una política orientada a reducir los períodos de maduración. Esta política se mantuvo vigente hasta el final del período, aunque en los ciclos de bonanza de la actividad, en 1994-1995 y en 1999, se interrumpió la tendencia descrita más arriba.

Así, en 1999, el período medio de pago a los proveedores fue de 72 días en Francia. Las empresas españolas también hicieron un uso considerable de este tipo de financiación, cuyo peso en el total del pasivo fluctuó entre el 20% y 25% a lo largo del período. Un análisis del período medio de pago a proveedores confirma estos datos, al situarse en 77 días en 1999 (véase gráfico III.1.2.26); aunque es más largo que en Francia, la diferencia entre los dos países se redujo considerablemente al final del período.

ACREEDORES COMERCIALES/TOTAL PASIVO



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

Un examen por tamaños revela que la proporción de los acreedores comerciales en el total del pasivo fue más elevada en las pequeñas empresas (0-49 empleados) que entre las grandes. En Francia, la media de la *ratio* de acreedores comerciales sobre el total del pasivo fue del 23,4% en 1999 para las grandes empresas, comparado con el 26,6% de las pequeñas. En España, la *ratio* se situó en el 24,7% para las pequeñas empresas y en el 24,4% para las grandes. No obstante, cabe destacar que en el resto de años las diferencias entre estos dos tamaños fue mayor en España que en Francia. (Véase gráfico III.1.2.24 en el anexo estadístico.)

Ocurre que en España las pequeñas empresas son en general prestamistas en la financiación interempresarial, con un período medio de cobro a clientes de 82 días en 1999, comparado con un período medio de pago a proveedores de 78 días. Por el contrario, las grandes empresas españolas son prestatarias en la financiación comercial entre empresas, con períodos de cobro de 48 días en 1999, comparados con los 76 días de los períodos de pago. En Francia, las grandes empresas son también prestatarias en la financiación comercial, con períodos medios de pago que alcanzaron los 71 días en 1999, comparados con los 59 días de cobro a clientes, mientras que las pequeñas empresas son prestamistas, con períodos de pago a proveedores de unos 74 días en 1999, comparado con los 77 días del cobro a clientes. (Véase gráfico III.1.2.27 del anexo estadístico.)

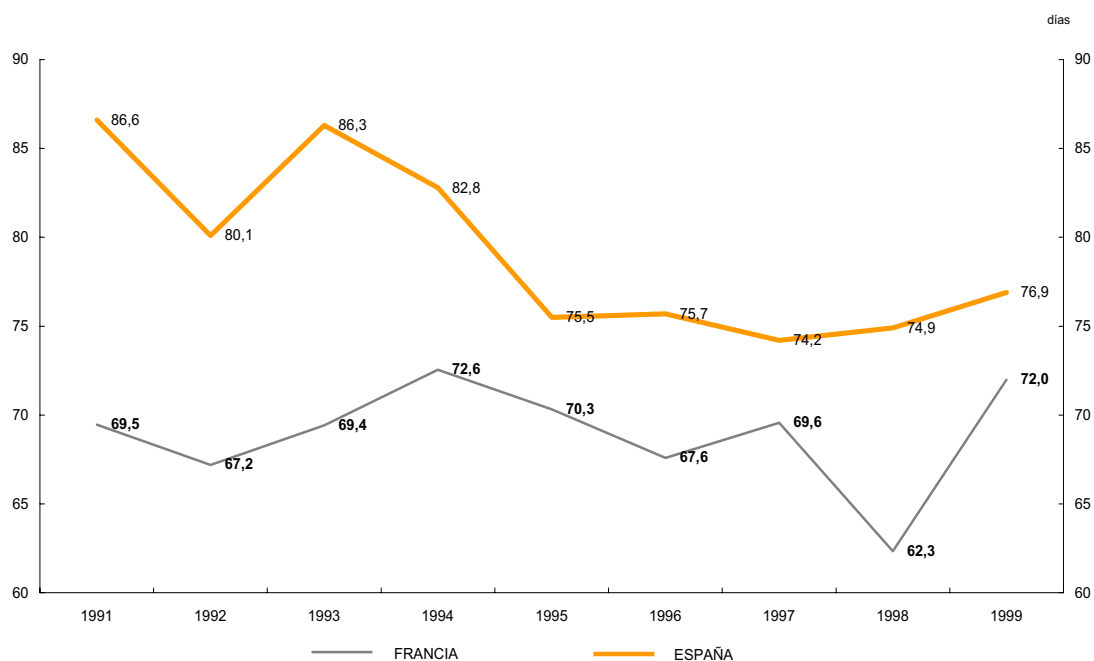
El uso del crédito comercial parece que ha sido más frecuente en el sector de bienes de equipo, y especialmente en el sector de automoción, comparado con los sectores de bienes de consumo e intermedios. Esta situación se repite en los dos países y en todo el período analizado (véase gráfico III.1.2.25 en el anexo estadístico).

1.2.5. Otros acreedores

El peso de «otros acreedores en el total del pasivo» no varió mucho en ninguno de los dos países durante el período revisado. Este componente tuvo poco impacto en las estructuras

GRÁFICO III.1.2.26

PERÍODO MEDIO DE PAGO A PROVEEDORES



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

de deuda de las empresas francesas y españolas. En Francia, la media ponderada se situó alrededor del 12%. En las cuentas anuales, esta partida incluye impuestos, intereses de participación, pagos y otras deducciones que deben ser pagados por las empresas, así como las cantidades debidas a la Seguridad Social y otros organismos relacionados. Desde 1996, el peso de «otros acreedores» se ha incrementado ligeramente, principalmente debido a medidas tales como el incremento de 2 pp en el tipo normal del IVA y la introducción de un impuesto especial del 10%, posteriormente incrementado al 15%, añadido al tipo del impuesto de sociedades (véase anexo VIII sobre «Los impuestos que recaen sobre las empresas francesas y españolas»). En España, la media ponderada se situó alrededor del 7% durante el período analizado.

2. LAS EMPRESAS INDUSTRIALES FRANCESAS Y ESPAÑOLAS: ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS. 1991-1999

AVISO: Las tasas de variación de las ventas, el Valor Añadido Bruto (VAB) y el Resultado Económico Bruto (REB) del total de la industria que se van a analizar en este capítulo han sido corregidas respecto del efecto de la inflación, es decir, son tasas a precios constantes, con el fin de permitir la comparación directa entre ambos países. No obstante, se ha podido comprobar que las conclusiones generales no cambiarían si las tasas no se hubieran corregido respecto de la inflación. El resto de tasas (incluidas las variables anteriores por tamaños y sectores) no se han corregido. Estos extremos deben ser tenidos en cuenta por el lector en la interpretación de los datos.

2.1. Introducción

El objetivo de esta sección es analizar y comparar el comportamiento de las empresas industriales francesas y españolas en los años 1991 a 1999 en relación con la actividad, el empleo y gastos de personal, los resultados, márgenes y rentabilidades y, por último, la inversión. El análisis se va a realizar para el total de la muestra de empresas industriales de ambos países, y también dentro de este total, por tamaños (pequeñas, medianas y grandes empresas) y subsectores (bienes de consumo, bienes intermedios y bienes de equipo).

La información disponible confirma la conexión de la actividad productiva de las empresas industriales españolas y francesas con el ciclo económico de los respectivos países, como se puede comprobar al analizar las tasas de variación de la cifra de ventas y del valor añadido bruto al coste de los factores. No obstante, la economía española y la actividad productiva de sus empresas industriales han presentado históricamente datos más volátiles que la economía y empresas francesas, en el sentido de que en años de crisis en España se han producido caídas más profundas, pero también en años de bonanza el crecimiento ha sido más intenso. Por tanto, el proceso de convergencia de la economía y empresas españolas ha sido desigual, al producirse un *catching up* solo en los períodos alcistas. En el análisis por tamaños, en los datos franceses se observa una conexión de la empresa con el ciclo económico, independientemente de cual sea el tamaño de la misma, aunque el efecto es sensiblemente menor en las empresas de tamaño pequeño. Por el contrario, en España se observa que los cambios de ciclo afectan especialmente a las grandes empresas, y en concreto a las de más de 500 empleados. Por sectores, en ambos países se observa una conexión cíclica importante en la industria de bienes de equipo y en menor medida en la industria de productos intermedios. Por el contrario, las empresas fabricantes de bienes de consumo muestran un comportamiento mucho más estable y desconectado del ciclo.

En relación con el empleo, las empresas francesas y españolas han evolucionado en consonancia con la marcha de la actividad, aunque con distinto nivel de intensidad. En los años de recesión (1992 a 1994), se han producido caídas netas de empleo en ambos países, aunque fueron más intensas en España. A partir de 1995, en Francia se han alternado períodos de leve crecimiento con algún año de moderada caída. Mientras, las empresas españolas, a partir de 1995, entraron en una senda de creación neta de empleo, los primeros años con crecimientos muy leves, posteriormente con mayor intensidad. La explicación de este distinto comportamiento entre ambos países se debe a que en España se partía de una situación muy deteriorada, con una tasa de desempleo en 1994 del 24%. Por ese motivo, las autoridades del país llevaron a cabo planes especiales para fomento del empleo y flexibilización del mercado de trabajo, y en los años 1997 a 2000 se crearon de media en España 500.000 puestos de trabajo netos. Por tamaños, en Francia y España ha coincidido que las grandes empresas han sido las que más ajustes de plantilla tuvieron que hacer en los años previos a la recuperación, mientras que las pequeñas empresas actuaron de «colchón», absorbiendo parte del empleo que destruyeron las empresas de mayor dimensión. Por sectores, las industrias de bienes intermedios y de bienes de equipo han sido las que más empleo han destruido en los años de crisis, mientras que el empleo en la industria de bienes de consumo ha permanecido relativamente estable. En Francia, el fenómeno de la «filialización» o creación de grupos de empresa ha influido en la evolución del empleo.

La bajada de tipos de interés ha contribuido a que las empresas de ambos países hayan reducido el peso de los gastos financieros en su cuenta de resultados, propiciando la mejora de recursos generados. Este efecto favorable de caída de gastos financieros ha sido más intenso en las empresas españolas, y así se refleja en la evolución de sus rentabilidades. Mientras que las empresas francesas se han mantenido estables (salvo en 1993) y en unos niveles altos de renta-

bilidad en toda la serie histórica analizada, las empresas españolas han presentado dos períodos claramente diferenciados; hasta 1993 con rentabilidades muy bajas y a partir de 1994, coincidiendo con la bajada de tipos de interés y la recuperación de la actividad, con rentabilidades más parecidas a las de las empresas francesas. Por tamaños, han sido las pequeñas francesas y las medianas españolas las que mejores cifras de rentabilidad han presentado en la serie analizada. Por sectores, la industria de bienes de consumo de ambos países ha sido la que ha presentado una evolución más estable y con rentabilidades más elevadas.

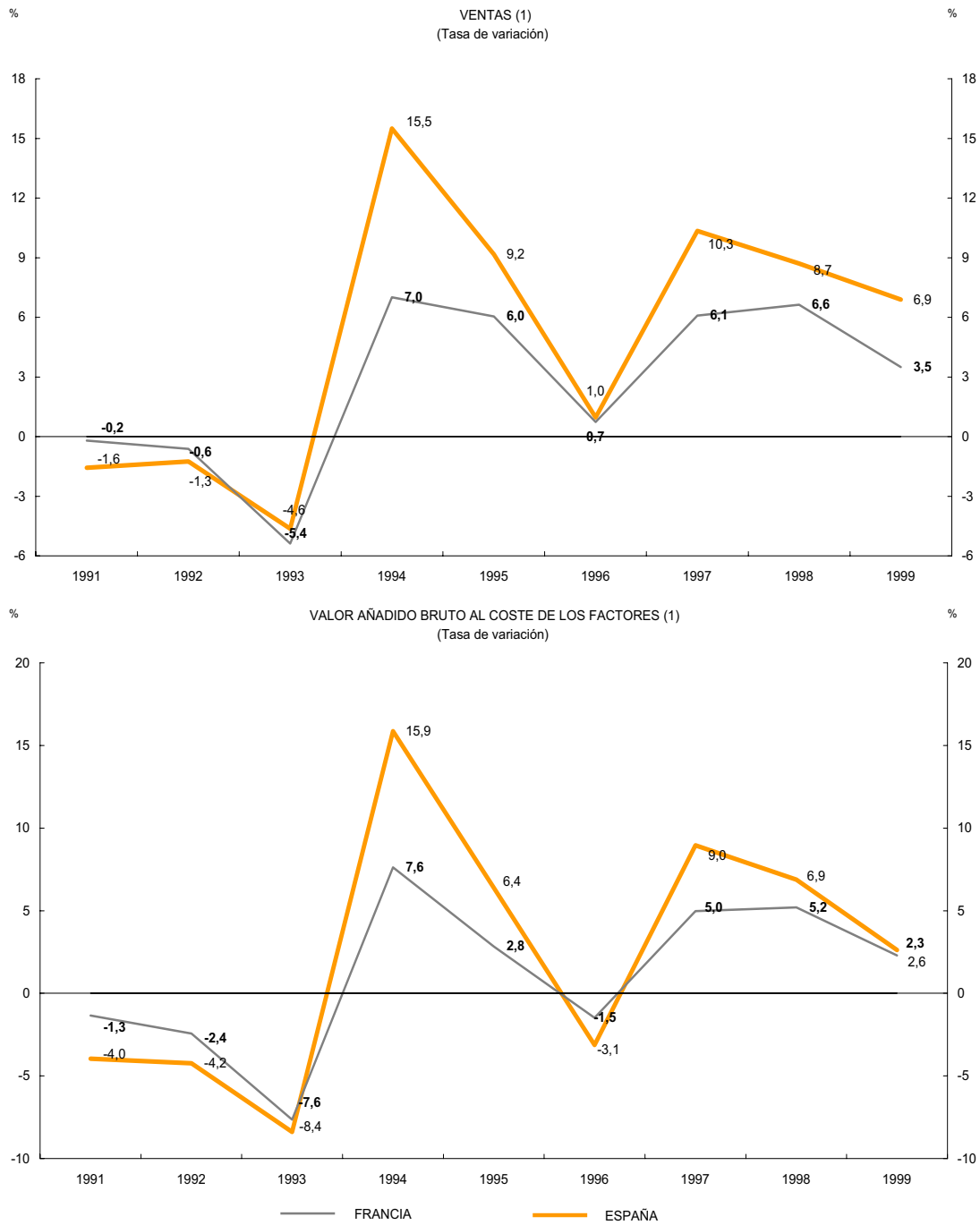
Por último, la evolución de la inversión mostró diferente comportamiento en los dos países. El nivel de inversión en inmovilizado material de las empresas españolas fue más intenso que el de las francesas en las fases de crecimiento. Esta diferencia de comportamiento entre las empresas industriales francesas y españolas fue particularmente significativa en el período 1998-1999 en la inversión en inmovilizado financiero, debido a que las empresas francesas prefirieron invertir en los mercados financieros adquiriendo acciones de otras empresas.

2.2. Actividad

La tasa de variación del valor añadido bruto al coste de los factores es el concepto económico que mejor permite conocer la evolución de la actividad de las empresas. En el gráfico III.2.1, se observa que en el conjunto total de empresas industriales francesas y españolas a lo largo del último decenio ha habido una gran conexión de su actividad con el ciclo de las respectivas economías. En el capítulo I se ha descrito el ciclo seguido por las economías en Francia y en España, y como puede comprobarse hay una coincidencia entre estas y la evolución de la actividad de las empresas industriales francesas y españolas, respectivamente. Otra coincidencia entre el comportamiento de las economías y las empresas industriales se da en el hecho de que, como se comenta en la sección I, la recesión de la economía española (1992-1993) fue más profunda que la francesa, mientras que los períodos de bonanza también son más intensos y es en esos períodos cuando se produce un proceso de convergencia (*catching up process*) de la economía española. Entre las empresas industriales francesas y españolas se da ese mismo patrón de comportamiento. En los años de recesión de ambos países, 1991, 1992 y especialmente 1993, las empresas industriales registraron tasas de crecimiento de las ventas y del valor añadido bruto negativas, observándose una recuperación en los años 1994 y 1995, coincidente con la fase expansiva y con una mejora en el contexto internacional, aunque, como ocurrió en el total de la economía, la recuperación se mostró con distinto grado de intensidad en un país y otro; mientras que en Francia el crecimiento real de las ventas y del VAB de sus empresas industriales en 1994 fue del 7% y 7,6%, en España estas dos magnitudes se situaron en el 15,5% y 15,9%. En 1996, coincidiendo con un punto de inflexión en el crecimiento del PIB francés y español y un enfriamiento del comercio mundial, las empresas industriales de ambos países volvieron a reducir su actividad, para, a partir de 1997, retornar a tasas positivas, aunque con una desaceleración paulatina. Hay que relacionar la ralentización observada entre 1997 y 1999 en ambos países con la desaceleración de las ventas, al pasar en Francia de crecer un 6,1% a crecer un 3,5% y en España de un 10,3% a un 6,9%, y más concretamente con la evolución negativa de las exportaciones; particularmente las empresas francesas han acusado la crisis de los países emergentes, dado que los sectores industriales han sido los que han presentado mayor apertura a los mercados exteriores y, al mismo tiempo, han sido los más afectados por las caídas de la demanda externa. Por el contrario, también han sido los más beneficiados en épocas en las que la actividad exterior ha estado en fase expansiva.

Los gráficos del anexo estadístico III.2.2.a para Francia y III.2.2.b para España ofrecen información por tamaño de empresas. En Francia se observa una conexión de la actividad empresarial con el ciclo económico, independientemente de cual sea el tamaño de la empresa, aunque

INDICADORES DE ACTIVIDAD



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.
(1) Tasa de variación deflactada por el deflactor del VAB de industria.

CUADRO III.2.1

DISTRIBUCIÓN DEL TOTAL DE EMPRESAS INDUSTRIALES SEGÚN LA TASA DE VARIACIÓN DEL VAB AL COSTE DE LOS FACTORES

Francia		Cuadro III.2.1.a								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	
Mayor o igual que 20%	14,8	13,4	10,6	17,2	18,4	13,3	16,1	17,6	16,0	
De 0 a 20%	42,2	38,7	31,7	40,7	42,0	37,6	42,9	45,2	42,1	
De -20 a 0%	33,4	36,1	42,5	33,0	31,7	38,6	33,4	30,3	33,6	
Menor o igual que -20%	9,6	11,8	15,2	9,1	7,9	10,5	7,6	6,9	8,3	
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	

España		Cuadro III.2.1.b								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	
Mayor o igual que 20%	27,3	23,0	20,9	34,9	34,7	31,4	33,7	34,5	30,3	
De 0 a 20%	38,9	36,4	27,7	31,2	32,0	31,7	34,7	35,2	36,1	
De -20 a 0%	22,3	28,6	29,7	21,9	21,2	23,1	20,6	19,9	23,7	
Menor o igual que -20%	11,5	12,0	21,6	12,0	12,0	13,8	11,0	10,4	10,0	
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	

Fuentes: Banco de Francia y Banco de España.

el efecto es sensiblemente menor en las empresas de tamaño pequeño. Por el contrario, en España se observa que los cambios de ciclo afectan especialmente a las grandes empresas, y en concreto a las de más de 500 empleados, aunque las PYMES también tuvieron cierta influencia, al mostrar sus peores cifras en los años 1992 y 1993. La ralentización de los tres últimos años analizados (1997, 1998 y 1999), apenas tuvo efecto en las PYMES, y ha sido más acusada en las grandes empresas, especialmente en España, donde su VAB ha caído 10 pp entre 1997 y 1999 y se ha situado en este último año en el -0,1%, mientras que en PYMES las cifras se han mantenido estables, con tasas de crecimiento nominales del VAB en torno al 9% en todo ese período. En Francia, las grandes han presentado en 1999 un crecimiento nominal del VAB del 2,6%, frente al 5,8% de 1997, en tanto que en las PYMES se observa una mayor estabilidad en los últimos tres años, con ligeras caídas, inferiores a los 2 pp. Este fenómeno podría ser explicado por la distinta composición sectorial de cada agregado de tamaño, pero sobre todo por ser empresas con menor actividad exportadora, por lo que sus ventas no se vieron afectadas por la negativa evolución de la actividad exterior.

Los gráficos III.2.3 del anexo estadístico muestran información por sectores de actividad. En Francia, la industria de bienes de consumo ha sido menos penalizada que las de bienes de equipo e intermedios por los efectos desfavorables de las fases de ralentización de la actividad, debido principalmente a las industrias agroalimentarias, que estructuralmente resisten mejor las influencias del entorno. Por el contrario, la actividad de las industrias de bienes intermedios y de equipo parece tener mejor comportamiento en los períodos de bonanza de la actividad, gracias al fuerte crecimiento de la demanda industrial. En España también se observa una conexión cíclica importante según el sector de actividad; esta conexión es especialmente intensa en la industria de bienes de equipo y, en menor medida, en la industria de productos intermedios. En ambas, las fluctuaciones son muy acusadas. Por el contrario, y al igual que sus homólogas francesas, las empresas fabricantes de bienes de consumo muestran un comportamiento mucho más estable, aunque también se aprecia su conexión con el ciclo económico.

Los cuadros III.2.1 recogen la distribución de las empresas según las tasas de variación de su VAB, sin considerar el tamaño y peso de las empresas en la muestra. Estas distribuciones están influenciadas por la diferente estructura de la muestra en Francia y en España (véase ca-

pítulo II). Ello debe tenerse en cuenta al analizar estos datos. Por lo tanto, es más relevante analizar la evolución en lugar del nivel. En ambos países se da la circunstancia de que 1993 fue el único año de la serie en el que el número de empresas con tasas negativas superó al de las positivas. En Francia, las empresas de más de 500 empleados y las industrias de bienes intermedios y de equipo han sido las más afectadas por la recesión de 1993; en estos tres agregados, ese año, más del 60% de las empresas presentaron tasas de variación del valor añadido bruto negativas. En España, a partir de ese momento, siempre se han mantenido por encima del 60% las empresas con tasas positivas y, de ellas, más del 30% han crecido con intensidad (experimentando crecimientos superiores al 20%). Desde 1993, la proporción de empresas con tasas de variación del VAB positivas se ha incrementado en los dos países. Al final del período revisado, el porcentaje era similar o incluso ligeramente más alto que en 1991. Las empresas de bienes de equipo y las empresas muy grandes fueron las más afectadas en 1993 por la crisis, ya que el 58% de las empresas de ambos agregados españoles tuvieron tasas negativas en el concepto analizado.

2.3. Empleo y gastos de personal

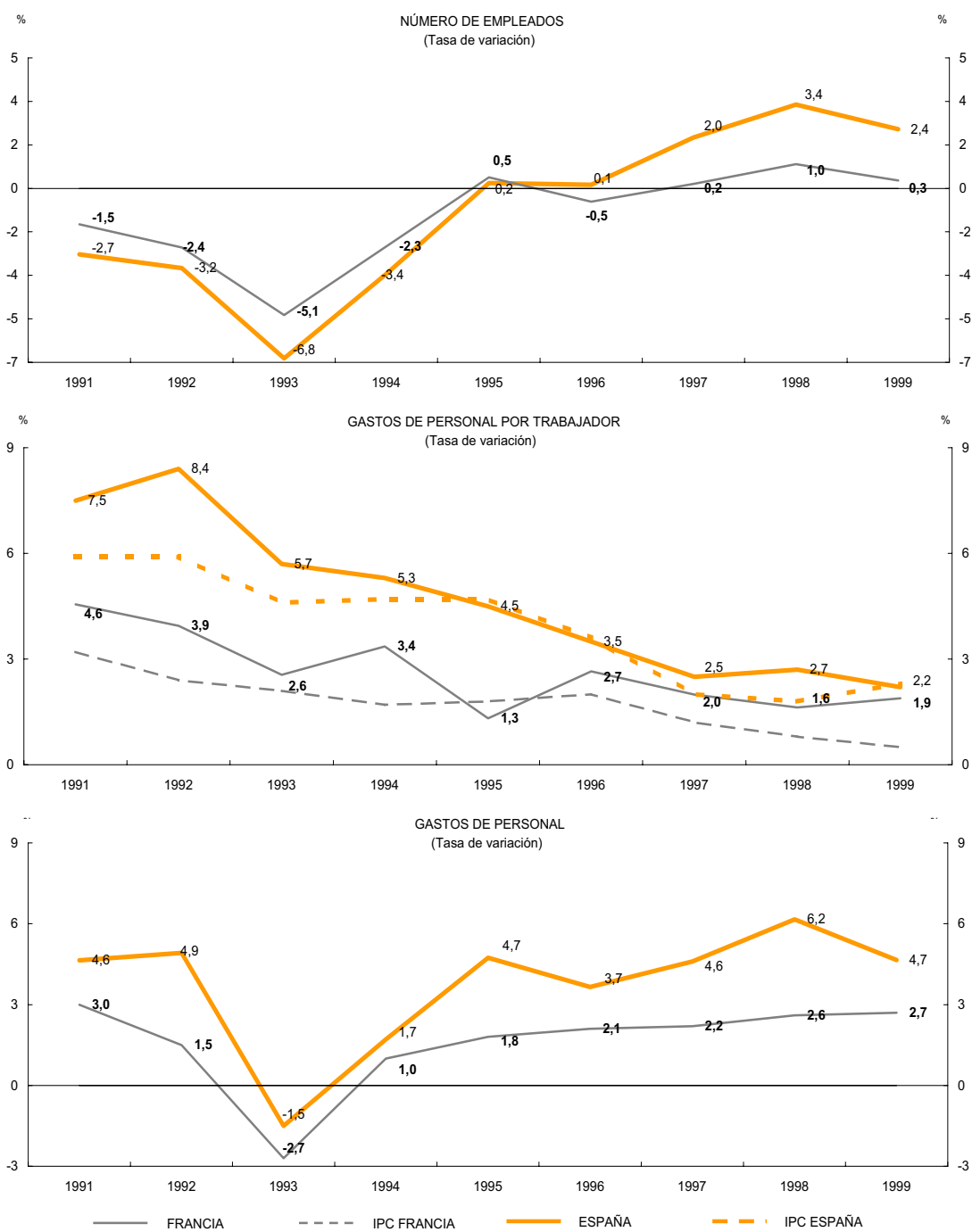
El empleo en ambos países ha evolucionado en consonancia con la marcha de la actividad, como puede comprobarse en el gráfico III.2.4. Hasta el año 1994, en Francia y en España se produjeron caídas netas de empleo, siendo 1993 el año que registró un peor comportamiento, con una tasa del -5,1% y -6,8%, respectivamente. A partir de 1995, los dos países han evolucionado de forma ligeramente diferente. Las empresas francesas, desde esa fecha, han alternado períodos de leve crecimiento (1995, 1997, 1998 y 1999) con un año de moderada caída (1996). Por el contrario, las empresas españolas, desde 1995, entraron en una senda de creación neta de empleo, los primeros años con crecimientos muy leves, posteriormente con mayor intensidad, hasta conseguir en 1998 el máximo de la serie reciente, con el 3,4%.

Los cuadros III.2.2 ofrecen información del número de empresas que mantienen o crean empleo y las que lo destruyen. En ambos países se da la circunstancia de que, hasta en los años en los que el ajuste de empleo fue más severo, el número de empresas que mantiene o crea empleo supera al de las que lo destruyen (con la excepción del año 1993 en Francia). A partir del año 1995, en Francia las empresas que crean empleo superan considerablemente a las que lo destruyen, con un máximo en el año 1998 del 66,8%. En España estas cifras son todavía más elevadas, debido a que, como se ha visto en el capítulo I, se partía de una situación muy deteriorada, con una tasa de desempleo en España en el año 1994, después de la recesión, del 24%. Por ese motivo, las autoridades del país llevaron a cabo planes especiales para fomento del empleo y liberalización y flexibilización del mercado de trabajo (ver en el anexo II las medidas laborales adoptadas para fomento de empleo), alcanzándose la creación, de media, de 500.000 puestos de trabajo en términos netos por año durante los años 1997-2000. Las empresas industriales españolas alcanzaron su máximo también en 1998, con un 79,6% de empresas creadoras de empleo.

Por tamaño, según muestran los gráficos III.2.5 del anexo estadístico, al igual que ocurre en relación con la actividad, en España fueron las grandes empresas las que más ajustes de plantilla tuvieron que hacer en los años previos a la recuperación, con caídas cercanas al 8% en 1993, frente a las PYMES, en las que las caídas fueron más suaves, de entre el 3% y el 4%. En Francia, fueron las medianas empresas las que tuvieron un mayor ajuste en el año 1993, con una caída del -7,5%. A partir del año 1995, las PYMES francesas presentaron creación neta de empleo, aunque con tasas muy moderadas, ya que en ningún año se supera el 2%. En España, del mismo modo que las PYMES han actuado de colchón del empleo en épocas de recesión, en años de prosperidad, estas empresas han sido el motor de la creación neta de empleo, con tasas que han alcanzado el 6% en algunos casos, frente al 1% de las grandes.

GRÁFICO III.2.4

EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

TOTAL INDUSTRIA. TRABAJADORES Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR RESPECTO A LA INFLACIÓN. PORCENTAJE DEL N° DE EMPRESAS EN DETERMINADAS SITUACIONES

Francia		Cuadro III.2.2.a								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	
N.º medio de trabajadores	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
Caen	42,1	47,8	50,5	40,9	32,3	37,3	35,3	33,2	35,1	
Se mantienen o suben	57,9	54,2	49,5	59,1	67,7	62,7	64,7	66,8	64,9	
Gastos personal por trabajador (respecto inflación)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
Crecimiento menor	45,2	47,6	58,6	46,9	39,2	47,9	43,2	34,1	38,0	
Crecimiento mayor o igual	54,8	52,4	41,4	53,1	60,8	52,1	56,8	65,9	62,0	

España		Cuadro III.2.2.b								
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	
N.º medio de trabajadores	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
Caen	42,6	44,8	46,9	33,9	25,5	22,7	21,2	20,4	23,1	
Se mantienen o suben	57,4	55,2	53,1	66,1	74,5	77,3	78,8	79,6	76,9	
Gastos personal por trabajador (respecto inflación)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
Crecimiento menor	37,8	37,2	49,5	52,9	49,0	50,7	46,7	44,5	48,7	
Crecimiento mayor o igual	62,2	62,8	50,5	47,1	51,0	49,3	53,3	55,5	51,3	

Fuentes: Banco de Francia y Banco de España.

En los cuadros III.2.3 a III.2.5 del anexo estadístico se aprecia claramente cómo las grandes empresas francesas y españolas fueron las más castigadas en el ajuste de plantillas, con datos de 1993 en los que el 70% y 82%, respectivamente, destruyeron empleo, llegando a casi el 74% y 90% en las empresas de más de 500 empleados. Por el contrario, las pequeñas empresas creadoras de empleo siempre han superado en número a las que lo destruyen, en Francia desde 1995, con cifras cercanas al 70%, y en España en los años 1996 a 1998, en los que en torno al 80% de empresas crearon empleo neto. Como se ha comentado anteriormente y se observa en estos cuadros, en épocas de crisis las pequeñas empresas actúan de «colchón», absorbiendo parte del empleo que destruyen las empresas de mayor dimensión. Adicionalmente, los procesos de *downsizing* y la incorporación de técnicas avanzadas de gestión de producción e inventarios llevan a reducir el tamaño de algunas industrias grandes, mediante la subcontratación de parte de sus actividades auxiliares a empresas de reducida dimensión. En Francia, el modo de organización de la empresa (empresas independientes, pertenecen a un grupo o a una red de empresas) influye directamente en su evolución en materia de empleo.

Por sectores, como puede apreciarse en el anexo estadístico (gráficos III.2.6), en los años en los que hay disminución de empleo, coincide que en ambos países las industrias de bienes intermedios y de bienes de equipo fueron las que más destruyeron empleo, en sintonía con su peor evolución de la actividad productiva; si bien en España, cuando comenzó la recuperación, tuvieron las tasas de creación de empleo más favorables, en Francia se han mantenido ligeramente positivas, e incluso en 1999 las empresas de bienes intermedios han presentado una leve caída de empleo del -0,4%. El empleo en la industria de bienes de consumo ha permanecido relativamente estable. En España, la industria de bienes de equipo presentó peores resultados que las otras industrias en los años 1993 y 1994, pero ha mostrado datos positivos en los últimos cinco años. Esta reciente evolución positiva del empleo se ha visto apoyada tanto por el último crecimiento del producto como por la modernización y la flexibilidad añadida del mer-

cado de trabajo español. El anexo II también ofrece información sobre las características más destacadas del mercado de trabajo en Francia y España y los cambios legislativos que ha habido en los últimos años en materia de empleo.

Como puede comprobarse en el gráfico III.2.4, las remuneraciones medias en términos nominales (costes de personal por trabajador) en las empresas industriales francesas crecieron por encima del IPC en todos los años excepto en 1995. Este año, junto con el año 1998, fueron los que presentaron crecimientos salariales más contenidos, y a la vez los años con mayor crecimiento del empleo. Este hecho explica esa menor subida salarial, ya que, generalmente, las remuneraciones de los nuevos empleos son más baratas. Esta evolución de las remuneraciones medias ha contribuido al cumplimiento del objetivo perseguido por Francia de llevar a cabo una política de desinflación competitiva, que se ha traducido en una moderación salarial combinada con ganancias de productividad relativamente sostenidas en la industria. En España, las remuneraciones medias en términos nominales mostraron crecimientos superiores al IPC de 1,6, 2,5 y 1,1 pp, en los años 1991, 1992 y 1993, respectivamente. A partir de ese momento, se inició una tendencia progresiva a la baja, que en algunos años (1995, 1996 y 1999) fue inferior a la inflación. Esta diferencia entre dos períodos está estrechamente relacionada con la evolución del empleo: la crisis económica y el crecimiento de las remuneraciones medias por encima de la inflación en los años 1992 y 1993 fueron absorbidos por las empresas en relación con el empleo, realizándose recortes severos en las plantillas. A partir de 1995, la contención salarial y el crecimiento de la actividad productiva permitió una recuperación del excedente empresarial, como se verá, y el inicio del proceso de inversión y creación de empleo; adicionalmente la recuperación económica llevó a la incorporación de nuevas contrataciones (cuyos sueldos son más baratos), permitiendo continuar con la etapa de contención salarial.

Los cuadros III.2.2 anteriores dan información del número de empresas en las que las remuneraciones medias crecen por encima o por debajo de la inflación. En Francia, los años 1998 y 1999 han sido en los que más empresas (66% y 62%) han aumentado sus remuneraciones medias por encima de la inflación, coincidiendo con que han sido los años en los que la tasa de inflación ha sido más contenida, con crecimientos del 0,8% y 0,5%, respectivamente. Por el contrario, en España este hecho se dio en los años 1991 y 1992, en los que casi el 63% de las empresas elevó sus salarios por encima de la inflación. A partir de entonces se inició un período en el que se mantuvo un porcentaje próximo al 50% en ambos grupos de empresas españolas, debido finalmente al comportamiento de las pequeñas empresas.

Por tamaños (gráficos III.2.5 del anexo estadístico), todas las empresas francesas presentaron unos crecimientos de sus remuneraciones medias muy similares en los años 1991 y 1992, en torno al 4%, independientemente de su tamaño, pero a partir de 1993 las PYMES tuvieron un comportamiento más estable en comparación con las grandes empresas. En España, tanto grandes empresas como PYMES tuvieron tasas de variación de las remuneraciones medias muy elevadas en los años 1991 y 1992, especialmente las últimas, en las que las cifras estaban cercanas a los dos dígitos. A partir del año 1993, fueron las pequeñas empresas las que redujeron con más contundencia el crecimiento de los sueldos y salarios por trabajador. En los cuadros III.2.3 a III.2.5 del anexo estadístico se aprecia que en las de tamaño mediano y grande el número de empresas que aumentaron los sueldos por encima de la inflación siempre fue superior al número de empresas que los mantuvieron por debajo; en el caso de las grandes empresas esta proporción alcanzó el 70/30 en 1997.

Por sectores (gráficos III.2.6 del anexo estadístico), en Francia las industrias de bienes de consumo y de bienes intermedios han presentado una evolución muy similar y moderada en la variación de las remuneraciones medias a sus empleados, aunque en todos los años analizados se han situado por encima del IPC. Por el contrario, la industria de bienes de equipo ha presen-

tado una evolución errática, con altibajos que van desde subidas del 4,8% en 1994 a caídas del -5,9% en 1999. En España la industria de bienes de consumo partía de una situación con crecimientos de remuneraciones medias más elevados que las restantes industrias, pero, a partir de 1994, entró en una senda de contención que la ha mantenido estable y con crecimientos más moderados que las industrias de bienes intermedios y de equipo.

Como consecuencia de la evolución del empleo y las remuneraciones medias, los gastos de personal para el total de la industria en Francia han presentado dos etapas diferenciadas, la primera de 1991 a 1993, llegando a registrar una caída en 1993 del -2,7%, explicada por la destrucción de empleo de ese año. A partir de ahí se inició una etapa contenida pero ascendente, con un máximo en 1999 del 2,7%. En los años 1994 a 1999, la evolución de las remuneraciones medias ha sido la que más ha contribuido a este crecimiento. Si se analiza el peso que los gastos de personal han tenido sobre el total de la cifra de negocios (gráfico III.2.13), se advierte una gran estabilidad en la serie 1991 a 1997, con cifras en torno al 19%, pero en los dos últimos años los gastos de personal han supuesto alrededor de 2 pp menos sobre el total de las ventas, contribuyendo a un mayor margen empresarial. En España la evolución de los gastos de personal ha sido más errática, con un mínimo en 1993 del -1,5%, y, al igual que en Francia, hay que relacionar esa cifra con la destrucción de empleo de ese año. A partir de ese año, los gastos de personal tuvieron tasas positivas, con un máximo en 1998 del 6,2%, pero en este segundo período, y a diferencia de Francia, su evolución está más conectada con la creación de empleo, puesto que las remuneraciones medias se mostraron contenidas y en tono descendente. Respecto del peso que los gastos de personal han tenido sobre la cifra de negocios, las empresas españolas han pasado en los primeros años de la serie de un 20,8% a alcanzar en 1999 el 13,9%.

2.4. Resultados, márgenes y rentabilidades

La representación gráfica de la variación del REB en Francia y en España (gráfico III.2.7) revela una evolución más errática de este parámetro al principio del período en España que en Francia, con una caída del 21,8% y 18,2% en 1993, respectivamente, y un incremento en 1994 del 72,0% en España y del 21,3% en Francia. Desde 1996, ha habido un comportamiento similar de esta variable en los dos países. Como consecuencia de la evolución de la actividad y de los gastos de personal, el resultado económico bruto de explotación se contrajo en las empresas de ambos países en los años 1991, 1992 y 1993. Desde 1994 hasta 1998, las tasas se han mantenido con signo positivo (a excepción del año 1996); en 1999, se ha producido un estancamiento en la evolución del REB, más acusado en España.

Por otro lado, en ambos países los gastos financieros experimentaron tasas de crecimiento positivas los primeros años objeto de este estudio, pero a partir de 1993 en Francia y de 1994 en España, y como consecuencia de la bajada de los tipos de interés (véase gráfico I.1.1, del capítulo I) y su convergencia con los demás países europeos, se han registrado tasas de variación negativas. Probablemente sea este uno de los efectos de la convergencia con Europa y del proceso de creación del mercado único que mayores beneficios le ha reportado a las sociedades no financieras, no solo en términos de estabilidad nominal sino también en cuanto a disminución de costes. La reducción de los gastos financieros puede apreciarse también en la menor importancia relativa que tienen en los últimos años respecto de la cifra de ventas (ver gráfico III.2.13); así, en 1993 los gastos financieros de las empresas industriales españolas se situaron en el 4,6% del total de las ventas, y en 1999 esta *ratio* se redujo hasta el 1,0%. En las empresas industriales francesas, aunque en menor proporción, también se ha reducido el peso en la cuenta de resultados, al pasar del 2,5% en 1993 al 0,9% en 1999. La reducción detectada en los gastos financieros contribuyó a que los recursos generados en las empresas industriales españolas (gráfico III.2.7) crecieran con fuerza, como se desprende del análisis de su evolución, con tasas

positivas desde 1994 (a excepción de 1996); no obstante, en 1999 se han apreciado signos de retroceso, en consonancia con la evolución del producto. Esta mejora también se observa en términos relativos (véase gráfico III.2.13); mientras que en 1993 los recursos generados suponían el 1% de las ventas, en 1999 han alcanzado el 7,6%. En Francia los recursos generados en sus empresas industriales han presentado una evolución similar a la comentada en España, con tasas negativas entre 1991 y 1993 y positivas desde 1994 (a excepción de 1996), y también con signos de desaceleración en 1999; sin embargo, a diferencia de las empresas españolas, apenas ha habido efectos en términos relativos, pues se ha pasado del 5,2% sobre ventas en 1993 al 6,7% en 1999.

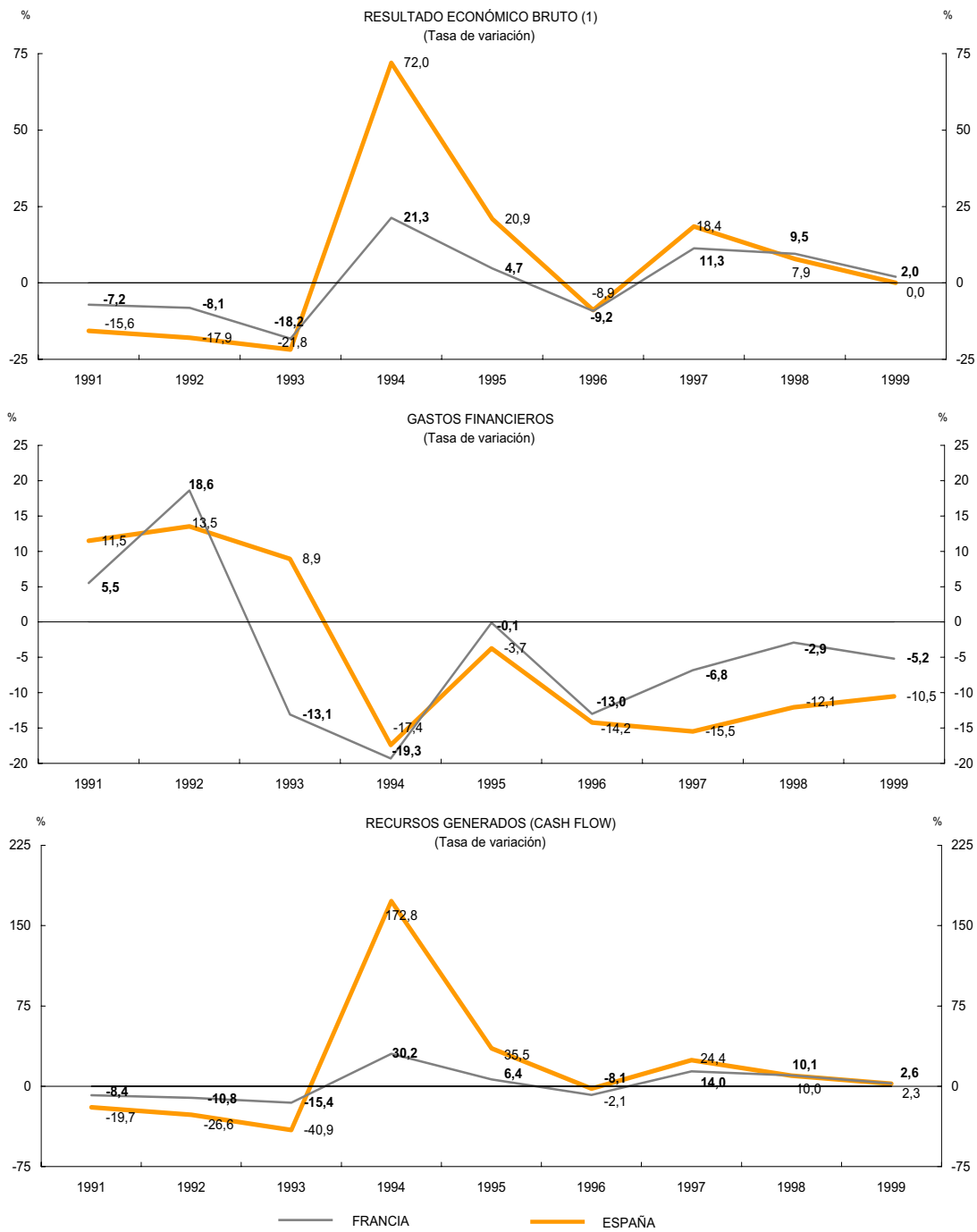
La variación del impuesto de sociedades tiene correlación con los beneficios obtenidos por las empresas, pero también influye la regulación fiscal y los cambios que en esa regulación haya habido en estos años (el anexo VIII recoge de forma esquemática los distintos impuestos que recaen sobre las empresas francesas y españolas). La *ratio* «impuesto de sociedades sobre ventas» (ver gráfico III.2.13) permite comparar en ambos países su contribución a las «arcas del Estado». En toda la serie analizada, excepto en el año 1995, las empresas francesas han destinado un mayor porcentaje de su cifra de ventas al impuesto de sociedades que las españolas. En ambos países se observa que, en el período de recesión económica (1992 a 1994) y debido a la alta correlación con el resultado de las empresas, el impuesto de sociedades se mantuvo por debajo del 1% de la cifra de ventas. En los últimos tres años, esta proporción ha aumentado, hasta situarse el impuesto de sociedades, en 1999, en el 1,7% de la cifra de ventas en Francia y en el 1,5% en España.

En cuanto a las rentabilidades ordinarias (11) [tanto la del activo neto (R.1) como de los recursos propios (R.3)] que pueden observarse en el gráfico III.2.10, las empresas francesas se han comportado de forma estable en la serie analizada; por el contrario, las empresas españolas presentaron dos períodos diferenciados, y en el primero de ellos (de 1991 a 1993), con comportamientos muy distintos al de sus homólogas francesas. Mientras que estas mostraron en esos años una contenida caída en sus niveles de rentabilidad, haciendo del año 1993 el peor de la serie, con una R.1 del 7,9% y una R.3 del 7,5%, las empresas españolas también presentaron en ese año los peores datos de toda la serie analizada, pero con porcentajes de 2,1% para R.1 y -7,3% para R.3. En el segundo período (de 1994 a 1999), y en sintonía con la evolución de la actividad productiva, las empresas francesas han seguido ofreciendo rentabilidades elevadas y con cierta estabilidad, alcanzando su nivel máximo en 1999, con una R.1 del 12,0% y una R.3 del 18%. En las empresas españolas se ha entrado desde 1994 en una senda ascendente, obteniéndose en 1999 rentabilidades del 11,2% para la R.1 y del 14,9% para la R.3 (este dato representa la mejor rentabilidad de los recursos propios en toda la serie histórica analizada). Por su parte, el coste de la financiación o R.2 ha seguido una trayectoria descendente, motivada por la bajada de tipos de interés en ambos países, pasando, entre 1991 y 1999, del 9,7% al 4,5% en las empresas francesas, y en las empresas españolas del 11,5% al 4,0%. En línea con esta reducción, desde el año 1995, las empresas industriales españolas entraron en una etapa de apalancamiento positivo, cuyo máximo, por el momento, se ha alcanzado en 1999 con un 7,2%. En Francia, también en 1999, se ha obtenido la mayor cifra, con un apalancamiento del 7,5%.

Por tamaños, las tendencias coinciden en general con el comportamiento del total, apreciándose, sin embargo, diferencias en los niveles. En las empresas francesas y españolas, la tasa de variación del REB en los tres tamaños pasó en 1994 de valores negativos a positivos (ver gráficos III.2.8 en el anexo estadístico). En 1996, en Francia se retornó a tasas negativas en to-

(11) En el numerador de estas *ratios* se utiliza el Resultado Ordinario Neto o RON, que se define como resultado bruto de explotación, más los ingresos financieros, menos los gastos financieros, y menos las amortizaciones y provisiones de explotación.

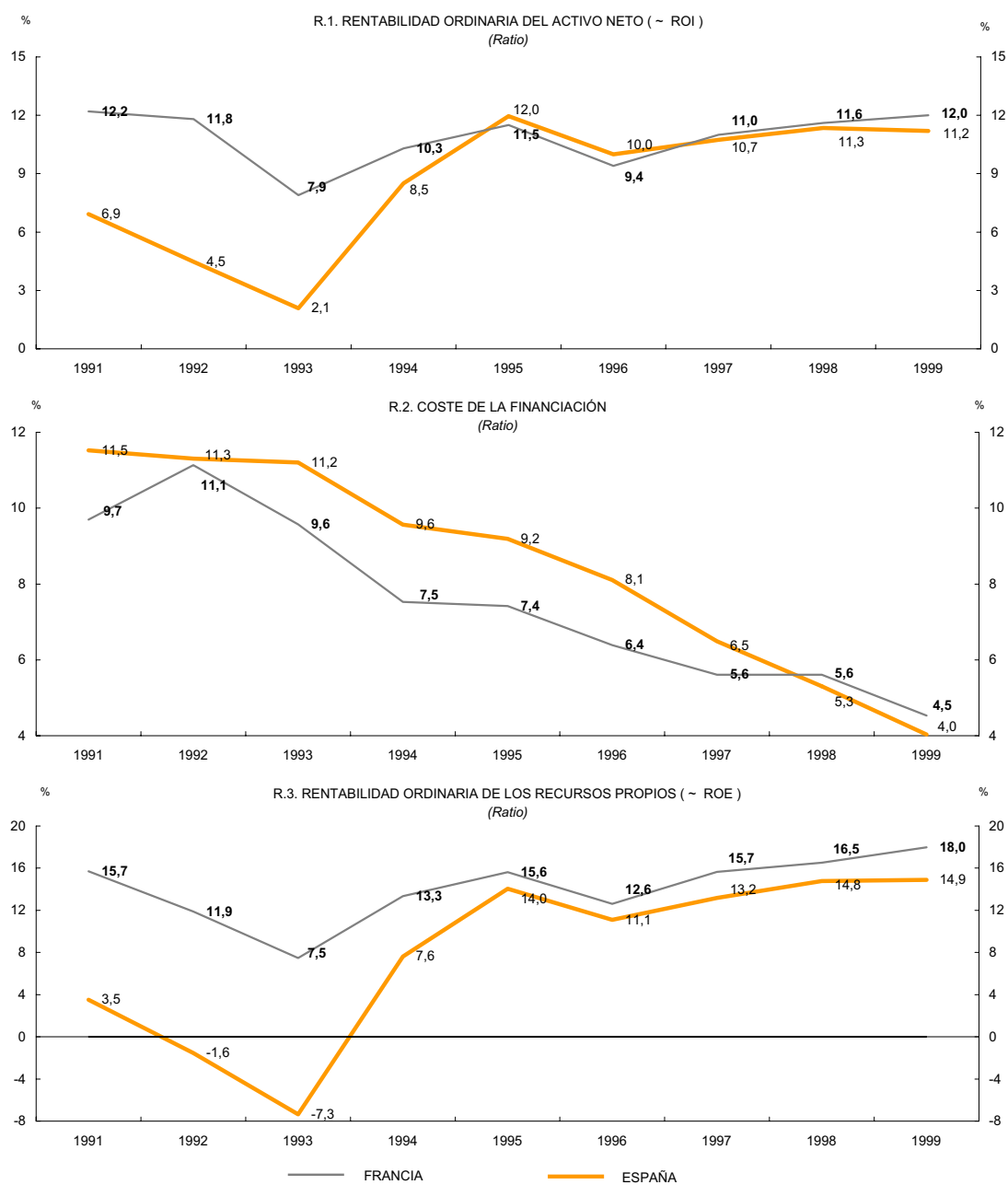
EXCEDENTES Y GASTOS FINANCIEROS



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.
 (1) Tasa de variación deflactada por el deflactor del VAB de industria.

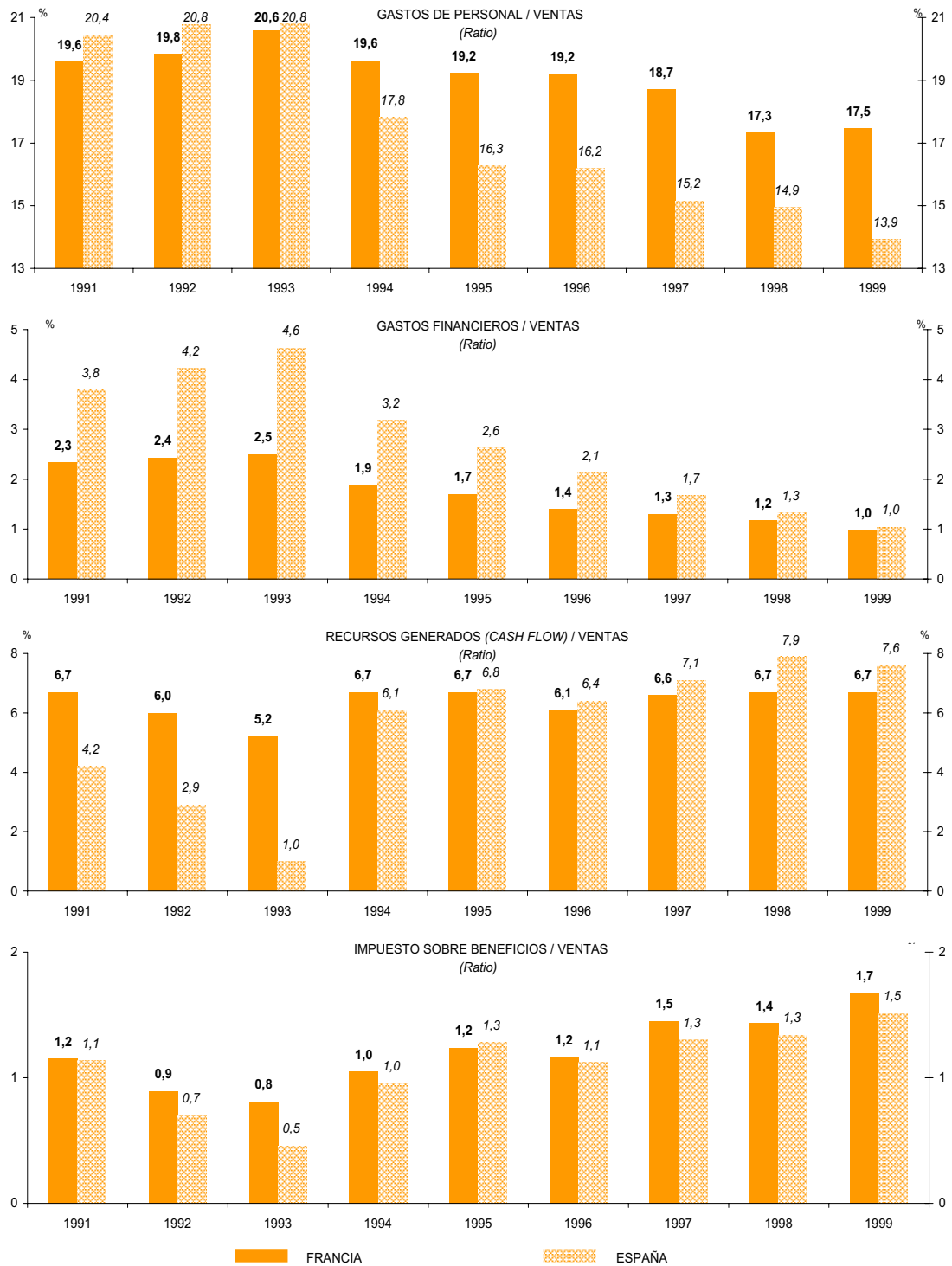
GRÁFICO III.2.10

RENTABILIDAD Y COSTE DE LA FINANCIACIÓN



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

RATIOS EXPLICATIVAS



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

dos los tamaños, mientras que en España fueron solo las de tamaño grande las que retrocedieron hasta valores negativos. A partir de ese año, en Francia se han mantenido tasas positivas, aunque cada vez más moderadas; en España las empresas con más de 250 empleados han retornado a tasas negativas en 1999, con una caída del $-4,2\%$. En ambos países se observa una gran vinculación de los resultados de las empresas grandes con el ciclo económico; en épocas de bonanza han sido las que mejores datos han presentado, pero en épocas de recesión han sido también las más afectadas. Respecto de los gastos financieros, de nuevo en los tres tamaños de las empresas españolas se observan reducciones importantes desde 1994, aunque las grandes empresas han presentado entre 1997 y 1999 tasas de caída más significativas, debido a que su apelación a fuentes de financiación externas ha disminuido también, como se ha visto en el análisis anterior de la estructura financiera. En las empresas francesas las reducciones son acusadas en todos los tamaños. En cuanto a los recursos generados, mientras que las PYMES españolas han seguido manteniendo tasas de crecimiento positivas desde 1994, las grandes empresas han tenido una mayor inestabilidad, alcanzando una variación negativa cercana al -2% en 1999.

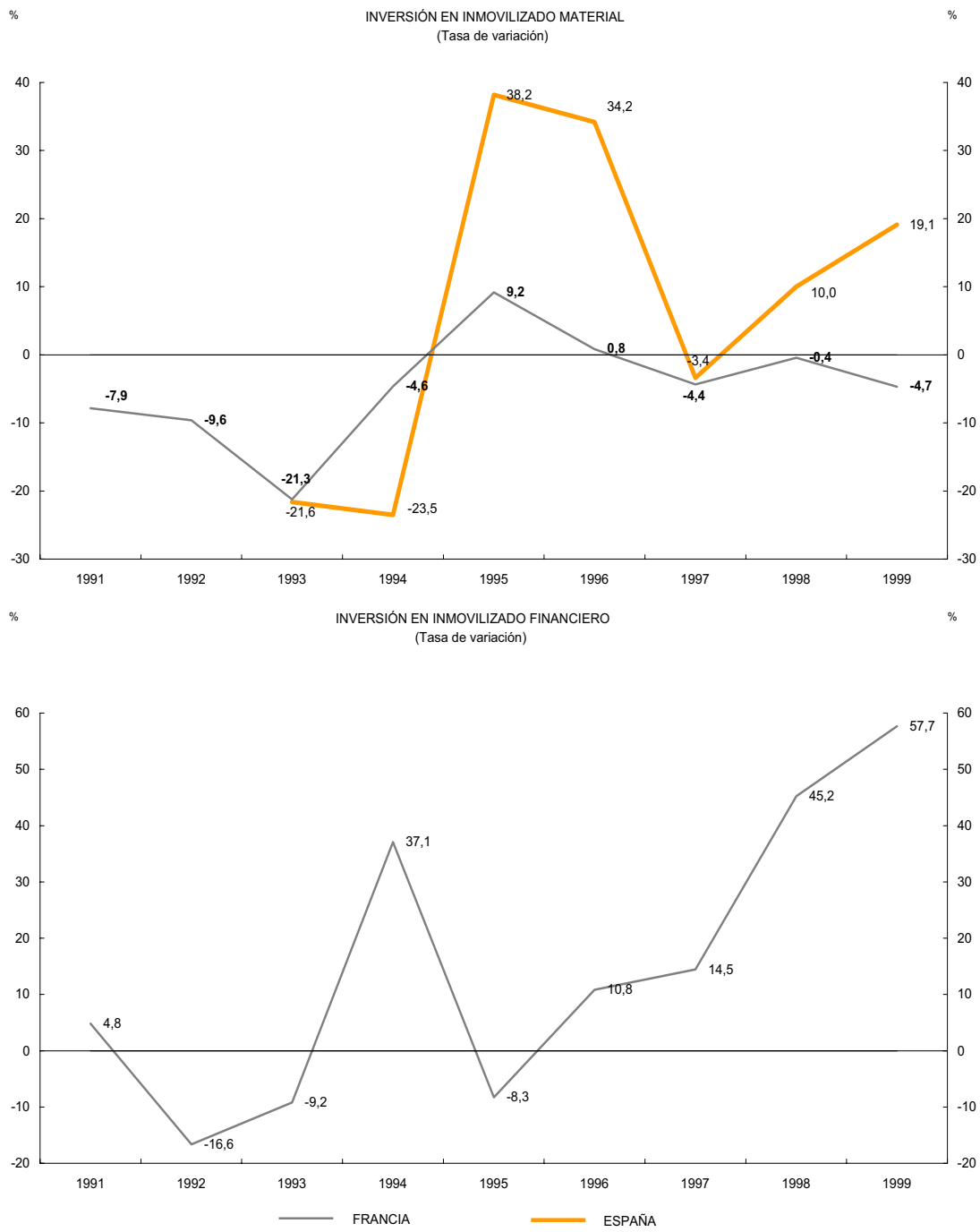
En el análisis de la rentabilidad por tamaños (ver en el anexo estadístico gráficos III.2.11), las empresas pequeñas francesas fueron las más rentables (R.1 y R.3) en el período de 1991 a 1995, a pesar de que el coste medio de la financiación o R.2 ha sido también el más elevado. Desde el año 1997, las grandes empresas han presentado una rentabilidad económica similar a la de las pequeñas, y solamente en el año 1999 las grandes empresas han tenido una rentabilidad económica y financiera superior, al situarse en el $12,4\%$ y $18,6\%$, respectivamente. En España, han sido las empresas de tamaño mediano (entre 50 y 250 empleados) las que mejores rentabilidades ordinarias de activo neto y recursos propios han alcanzado en la serie analizada. El coste medio de la financiación fue más bajo para las grandes empresas debido a su mayor poder de negociación. Como consecuencia de todo ello, el apalancamiento financiero presentó datos positivos desde 1994 en medianas y grandes, y desde 1995 en pequeñas, alcanzando en 1999 las cifras de 9,6 pp en medianas, seguido de 7,1 pp en grandes y 1,8 pp en pequeñas.

Por sectores de actividad (gráficos III.2.9 del anexo estadístico), también se observan las mismas tendencias en el REB que para el total de empresas, aunque con algún matiz. En ambos países ha coincidido un mismo patrón de comportamiento en los sectores en cuanto a su vinculación al ciclo. La industria de bienes de consumo evolucionó de forma estable y, por tanto, desvinculada del ciclo, mientras que las tasas de variación del REB en industria de bienes intermedios y bienes de equipo fueron muy erráticas y estuvieron influenciadas por la evolución de la economía de ambos países. En cuanto a los gastos financieros, en España la tendencia ha sido muy parecida en las tres industrias, con reducciones más drásticas en la de bienes de equipo, mientras que en Francia ha habido un comportamiento más errático y desigual según el tipo de industria. La evolución de los recursos generados, al igual que el REB, ha tenido un comportamiento volátil en los sectores de ambos países, excepto la industria de bienes de consumo, que presentó una serie más estable. Es este mismo sector el que consiguió los mejores datos de rentabilidad ordinaria (del activo neto y recursos propios) tanto en Francia como en España (ver gráficos III.2.12 del anexo estadístico), si bien los otros dos sectores, siguiendo la trayectoria general, han conseguido buenas cifras en los tres últimos años, combinado además con costes de la financiación moderados y, por tanto, cifras de apalancamiento financiero positivas.

2.5. Inversión

Para analizar la evolución de la inversión se ha calculado la tasa de variación de la inversión en inmovilizado material en las empresas industriales de ambos países y la tasa de varia-

INVERSIÓN



Fuentes: Banco de España y Banco de Francia.

ción de la inversión de inmovilizado financiero para las empresas industriales en Francia (12) (ver gráfico III.2.14). En Francia se observan tres períodos diferenciados. Un primer período, entre 1991 y 1994, con caídas en la tasa de variación de la inversión, especialmente importante en el año 1993, con una desinversión neta de $-21,3\%$. La debilidad de la demanda en esos años y la sobreutilización de las capacidades de producción mediante la ampliación de la duración en la utilización de sus potenciales productivos (13) contribuyeron a explicar estos datos. Un segundo período, entre 1995 y 1996, con tasas de inversión positivas, especialmente en el primer año, en el que la inversión creció el $9,2\%$. En este caso, fue el crecimiento de las ventas lo que incitó a los empresarios a adoptar un comportamiento más dinámico en materia de inversión, aunque en 1996 el clima de incertidumbre que rodeaba a la evolución de los productos industriales obligó a una parte de las empresas industriales a mantener una actitud prudente, consistente en frenar la renovación de su inmovilizado material. Por último, cabe distinguir una tercera etapa, entre los años 1997 y 1999 en la que las tasas de variación de la inversión volvieron a ser negativas, debido a que las empresas prefirieron invertir en los mercados financieros, adquiriendo participaciones en otras empresas; esto lo demuestra el hecho de que las tasas de variación de las inversiones financieras registraron cifras «récord», con un crecimiento del $45,2\%$ y $57,7\%$ en los años 1998 y 1999, respectivamente.

En el caso de las empresas industriales españolas, la tasa de variación de la inversión está disponible en la muestra de la Central de Balances a partir de 1993. Para el total de las empresas industriales españolas, en el año 1994 se alcanzó la peor cifra de la serie histórica analizada, con una caída del $-23,5\%$. El período de recesión inmediatamente anterior obligó a las empresas a ser conservadoras en sus decisiones de inversión. En los años 1995 y 1996, se cambió totalmente la tendencia anterior, alcanzándose tasas de crecimiento de la inversión del $38,2\%$ y $34,2\%$, respectivamente. Un contexto en el que se recuperó la actividad y se inició una reducción paulatina de los tipos de interés, y que animó a las empresas a renovar sus equipos productivos. En el año 1997, se produjo otra caída de la inversión, de nuevo motivada por la caída de la actividad de 1996, pero 1998 y 1999 recuperaron la senda alcista, con tasas de crecimiento del 10% y 19% , respectivamente. Sin duda, las decisiones de inversión en esta época vienen avaladas por las cifras de apalancamiento financiero positivo que se alcanzaron en los años 1998 y 1999, del $6,0\%$ y $7,2\%$, respectivamente, las más altas de la serie histórica analizada.

Debido a que un estudio sobre el comportamiento de la inversión de las empresas quedaría incompleto solamente con un análisis descriptivo, se propone en el capítulo IV aislar el efecto específico de un factor (el efecto del *cash flow*), manteniendo los otros «estables», a partir de un modelo econométrico dinámico.

(12) En España los datos de la Central de Balances no permiten calcular esa tasa.

(13) Artículo del *Boletín mensual* de la Banque de France, n.º 94 (octubre de 2001), titulado «La durée d'utilisation des équipements: principaux résultats 1989-2000».

CAPÍTULO IV

RESTRICCIONES FINANCIERAS E INVERSIÓN EN FRANCIA Y ESPAÑA: UNA COMPARACIÓN BASADA EN DATOS INDIVIDUALES DE EMPRESAS (*)

Todos los gráficos y cuadros de este estudio se integran en un anexo estadístico que se distribuye separadamente en la Red (www.bde.es). Este capítulo incluye los más relevantes, manteniendo la misma numeración que en el anexo estadístico, lo que explica los saltos de numeración existentes.

(*) Este capítulo ha sido elaborado por Ignacio Hernando, del Banco de España, y André Tiomo, del Banco de Francia.

I. INTRODUCCIÓN

El análisis de los determinantes del comportamiento inversor ha sido tradicionalmente un tema de investigación clave en macroeconomía. Por un lado, el gasto en inversión de las empresas determina la futura capacidad productiva de la economía. Por otro lado, las fluctuaciones en el gasto en inversión, que es mucho más volátil que el gasto en consumo, constituyen un factor determinante del ciclo económico. Precisamente, la considerable volatilidad de la inversión y su importante contribución a las fluctuaciones económicas agregadas han servido frecuentemente como motivación de los estudios sobre el comportamiento de la formación bruta de capital. En particular, dentro de la literatura empírica sobre inversión empresarial, el papel de los factores financieros para explicar las fluctuaciones cíclicas ha sido un aspecto que ha merecido una sustancial atención (1). La reciente investigación econométrica sobre la relevancia de las restricciones de liquidez para explicar el comportamiento inversor ha descansado en un volumen creciente de estudios teóricos sobre las imperfecciones de información en los mercados de crédito. A su vez, esta literatura ha contribuido a explicar las grandes fluctuaciones en la inversión en respuesta a pequeñas perturbaciones. En este sentido, algunos modelos recientes han destacado el papel desempeñado por las condiciones en los mercados financieros en la propagación de *shocks* relativamente pequeños (2).

La creciente disponibilidad de bases de datos de panel ha sido un elemento esencial para el desarrollo de la investigación microeconómica sobre la conexión entre decisiones reales y financieras. En particular, los datos de panel permiten al investigador contrastar adecuadamente las implicaciones de sección cruzada de los modelos que consideran la existencia de problemas de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios. Además, el uso de datos microeconómicos tiene ventajas adicionales: permite obtener medidas más adecuadas de las variables de interés; mejora la precisión de las estimaciones, al introducir variación de sección cruzada; y facilita un mejor tratamiento de los sesgos potenciales resultantes de la agregación de empresas, la presencia de simultaneidad y la existencia de variables omitidas (3). No obstante, el uso de información individual también conlleva algunos problemas, siendo los más comunes los sesgos implícitos en la composición de las muestras y la escasa dimensión temporal de los paneles.

(1) Schiantarelli (1996) y Hubbard (1998) ofrecen panorámicas recientes de esta literatura.

(2) Véase, por ejemplo, Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999).

(3) Véase Hsiao (1986) para una descripción de las potenciales ventajas del uso de datos de panel; Blundell, Bond y Meghir (1996) y Bond y van Reenen (2002) para excelentes panorámicas de la literatura microeconómica sobre inversión empresarial; y Deutsche Bundesbank (2001) para una colección de trabajos sobre comportamiento de la inversión basados en el uso de datos de panel. Finalmente, en el marco de la *Monetary Transmission Network* del Eurosistema, diversos trabajos se han ocupado de la conexión entre política monetaria e inversión utilizando bases de datos microeconómicas: Butzen, Fuss y Vermeulen (2001), Chatelain *et al.* (2001), Chatelain y Tiomo (2001), Gaiotti y Generale (2001), von Kalckreuth (2001), Lünnemann y Mathä (2001) y Valderrama (2001).

Dentro de esta rama de la literatura que se ocupa de la modelización microeconómica de la inversión, diversos trabajos recientes han abordado el reto de establecer comparaciones entre países en el papel de los factores financieros en las decisiones de inversión empresarial (4). El objetivo de estos trabajos es el de identificar diferencias entre países en el impacto de las restricciones financieras sobre la inversión y ligar estas diferencias a características específicas de los países (en particular, de sus sistemas financieros). Pero los estudios multi-país se enfrentan a la dificultad de armonizar información procedente de fuentes nacionales que, en la mayoría de los casos, siguen normas contables diferentes (5).

En este capítulo, se analizan las decisiones de inversión empresarial en Francia y España, prestando especial atención al papel de las restricciones financieras en la explicación del comportamiento inversor. Con este fin, se utilizan bases de datos cuidadosamente armonizadas, que permiten el uso de variables definidas homogéneamente en ambos países. En concreto, la información utilizada consiste en dos paneles de datos de empresas industriales seleccionadas de entre aquellas que han colaborado con las Centrales de Balances del Banco de Francia y del Banco de España en el período 1991-1999. La armonización de las bases de datos es un aspecto clave en los estudios de comparación entre países, ya que la eliminación de las diferencias contables es una condición necesaria para poder interpretar las variaciones en los resultados como diferencias genuinas de comportamiento.

Con el fin de contrastar la existencia de restricciones de liquidez, en este capítulo se presenta un contraste de exceso de sensibilidad de la inversión al *cash-flow* utilizando un modelo estándar de ecuación de Euler. La elección de este enfoque metodológico se justifica por el hecho de que este modelo, al controlar implícitamente por la influencia de expectativas, se ve menos afectado por la crítica habitual a los contrastes de exceso de sensibilidad al *cash-flow* (el *cash-flow* puede estar indicando tanto la presencia de *shocks* de demanda como la existencia de restricciones de liquidez). Con más precisión, tanto el modelo teórico como la estrategia de contraste utilizados en este trabajo están basados, en gran medida, en Bond y Meghir (1994). Estos autores presentan un modelo empírico de inversión basado en la ecuación de Euler de una versión aumentada del modelo neoclásico de inversión. El modelo utilizado supone que la empresa se enfrenta a una jerarquía de costes para las fuentes de financiación alternativas y concluye la existencia de diferentes caracterizaciones del comportamiento inversor en función de las distintas políticas de financiación utilizadas por las empresas.

El capítulo se organiza de la siguiente manera. La sección 2 ofrece una revisión de la literatura sobre inversión y restricciones financieras. La sección 3 describe los rasgos básicos del modelo estructural de inversión empresarial de Bond y Meghir (1994), que utiliza la metodología de ecuación de Euler. La sección 4 presenta las definiciones y los estadísticos descriptivos de las variables empleadas en el análisis. La sección 5 recoge los principales resultados del contraste de las implicaciones empíricas del modelo. Finalmente, las conclusiones se resumen en la sección 6.

2. INVERSIÓN, FINANCIACIÓN E INFORMACIÓN ASIMÉTRICA: CONSIDERACIONES TEÓRICAS

2.1. La relevancia de las condiciones financieras en las decisiones de inversión

El supuesto de mercados de capitales perfectos, sobre el que han descansado tradicionalmente los modelos empíricos de inversión, se traduce en que, en un mundo sin impuestos, para

(4) Véase en Bond et al. (1997), Hall, Mairesse y Mulkay (1999), Bond, Harhoff y Van Reenen (1999), Chate-lain et al. (2001), Laeven (2001) y Love (2001) estudios microeconómicos con comparaciones entre países sobre inversión empresarial.

(5) CECB (2000) ilustra las dificultades inherentes a la tarea de armonizar información contable de diferentes países.

las empresas resulta irrelevante la decisión entre fondos propios y ajenos a la hora de financiar sus proyectos de inversión. La existencia de información asimétrica entre oferentes y demandantes de fondos implica la quiebra del resultado de irrelevancia de la decisión entre financiación interna y externa. Existen fundamentaciones teóricas alternativas para justificar la conexión entre la estructura financiera de las empresas y sus decisiones de inversión. Entre las más relevantes se encuentra la existencia de impuestos distorsionantes, costes de transacción y costes de quiebra. La incorporación de asimetrías de información en la modelización del mercado de crédito ha llevado a dos tipos de resultados, complementarios entre sí, con repercusiones directas en el comportamiento inversor de las empresas. En primer lugar, la conclusión más general de los modelos que incorporan asimetrías de información es que el coste de los fondos externos con que se enfrenta cada empresa depende de su situación financiera. En segundo lugar, algunos de estos modelos concluyen que, bajo determinadas condiciones, la existencia de información incompleta sobre la calidad de los proyectos de inversión de las empresas hace que los prestamistas no ajusten el tipo de interés a la situación específica de cada empresa sino que introduzcan restricciones cuantitativas en el crédito concedido. Estos resultados permiten justificar la relevancia de la estructura financiera como determinante de la inversión empresarial.

El primero de los resultados citados —la dependencia del coste de la financiación externa de la situación financiera de la empresa— es la predicción más extendida en la abundante literatura (6) que incorpora la existencia de información asimétrica en la modelización del mercado de crédito. De acuerdo con estos trabajos, las asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios justifican la existencia de un diferencial o prima entre el coste de los recursos externos e internos. Esta prima puede estar recogiendo, entre otros factores, los costes de supervisión —asociados a la existencia de riesgo de quiebra—, para los prestamistas, de los proyectos de inversión. Además, esta literatura sugiere que esta prima de la financiación externa depende de la situación financiera del prestatario. Así, en Bernanke y Gertler (1989) se presenta un modelo donde dicha prima depende inversamente de la riqueza neta que se pueda aportar como colateral. Cuanto mayor sea el colateral aportado con relación al tamaño del crédito, menores serán los incentivos para que el prestatario acometa inversiones arriesgadas. Alternativamente, en otros trabajos —por ejemplo, Bond y Meghir (1994) y Alonso-Borrego (1994)—, el coste de la financiación externa es una función del nivel de endeudamiento por unidad de capital. Por otro lado, en Estrada y Vallés (1998) se proporciona un contraste, para el caso español, de un modelo que considera el nivel de endeudamiento neto como determinante del coste de los fondos externos.

En cuanto al segundo resultado —la existencia de racionamiento de crédito—, su fundamentación teórica se asienta en la incapacidad de los oferentes de crédito para observar la rentabilidad de los proyectos de inversión. La posibilidad de que el crédito resulte impagado hace que la rentabilidad esperada por los prestamistas dependa no solo del tipo de interés que fijen, sino también del riesgo asociado a los proyectos que financien. Como señalan Stiglitz y Weiss (1981), los cambios en el tipo de interés que fijan los prestamistas pueden tener un doble efecto sobre el riesgo medio del conjunto de sus créditos. En primer lugar, el efecto de selección adversa (según el cual las empresas que asumen mayores riesgos y perciben como baja su probabilidad de devolver el crédito son las que están dispuestas a aceptar mayores tipos de interés) hace que si los prestamistas elevan el tipo de interés acaben financiando a empresas que asumen mayores riesgos. Por otro lado, existe un efecto de incentivos que se traduce en que aumentos de tipos de interés pueden inducir a las empresas a acometer proyectos con menor probabilidad de éxito pero con mayores beneficios potenciales. De acuerdo con estas razones, es posible aceptar que el tipo de interés que maximiza los beneficios esperados de los oferentes de crédito (r^*) sea tal que

(6) Dos ejemplos, frecuentemente citados, de esta literatura son Bernanke y Gertler (1989) y Greenwald y Stiglitz (1993).

la demanda de crédito exceda a la oferta (es decir, establecen un tipo de interés inferior al que igualaría la oferta y la demanda de fondos prestables). En otros términos, si los prestamistas incrementan los tipos que fijan por encima de r^* , el incremento inducido en el riesgo medio es tal que disminuyen sus beneficios esperados. Por tanto, el equilibrio en el mercado de crédito puede estar caracterizado por una situación de racionamiento.

Este tipo de modelos es observacionalmente equivalente a los que sugieren que el diferencial entre el coste de la financiación interna y externa depende de la situación financiera de la empresa, en la medida en que predicen que la disponibilidad de fondos para cada empresa dependerá de características observables que reflejen su situación financiera. Por tanto, entre un conjunto de empresas con proyectos de inversión con rentabilidad esperada similar, estarán restringidas aquellas con una situación financiera más débil (de acuerdo con ciertas características observables). Así, Gertler (1988) y Calomiris y Hubbard (1990) señalan que el grado de acceso a la financiación externa dependerá de la riqueza neta de los agentes.

En síntesis, los modelos que incorporan la existencia de información asimétrica entre oferentes y demandantes de fondos (o, alternativamente, la existencia de impuestos distorsionantes sobre las diferentes fuentes de financiación) ponen de manifiesto la influencia de la situación financiera de los agentes en las condiciones de acceso (coste y disponibilidad) a la financiación externa. En consecuencia, el comportamiento inversor de las empresas quedará condicionado por su situación financiera. En concreto, en presencia de asimetrías de información, el modelo neoclásico de inversión proporciona una visión parcial del comportamiento de los agentes, pues el nivel de inversión no dependerá exclusivamente de la senda de capital deseada por la empresa, sino también de sus posibilidades de financiación (7). Este enfoque teórico permite, por tanto, justificar la introducción de variables financieras en las ecuaciones de inversión. Las dos variables incluidas con más frecuencia en los trabajos empíricos han sido el nivel de endeudamiento y, sobre todo, la capacidad de generación interna de recursos. El nivel de endeudamiento se ha utilizado como un indicador de la salud financiera de la empresa que, como se ha señalado antes, puede condicionar el coste de sus recursos ajenos o el acceso a los mismos. En esta línea, el trabajo pionero de Bond y Meghir (1994) contempla el coste de los fondos ajenos como una función creciente del coeficiente de endeudamiento. No obstante, los trabajos empíricos no siempre han refrendado esta relación. Así, por ejemplo, Mato (1989) encuentra una influencia negativa del coeficiente de endeudamiento en el coste de los recursos ajenos, señalando, entre las posibles causas, que el coeficiente de endeudamiento no es exógeno sino que es, a su vez, una función decreciente de su coste.

2.2. La sensibilidad de la inversión a la generación interna de recursos

Sin duda, la variable financiera más utilizada en ecuaciones de inversión basadas en la consideración de la existencia de información asimétrica ha sido el *cash-flow* o capacidad de autofinanciación, que, en la medida en que refleja fondos disponibles para la empresa, se espera que esté positivamente correlacionada con el nivel de inversión. Al mismo tiempo, cabe pensar que este efecto positivo sobre la inversión de variables que miden la capacidad de generación de recursos propios se va a manifestar con más claridad en aquellas empresas para las que los problemas de información asimétrica sean más acusados. Además, esta relación positiva se ve reforzada, como señalan Fazzari y Athey (1987), al servir la capacidad de autofinanciación como

(7) La incorporación de las asimetrías de información en un marco de competencia perfecta supone que las empresas se enfrentan a un problema intertemporal de maximización de beneficios, restringidas en cada período no solo por la tecnología disponible sino también por un volumen máximo de endeudamiento, o por una función del coste de los fondos externos creciente en algún indicador de solvencia de la empresa.

indicador de la salud financiera de la empresa y, por tanto, ser utilizada por los prestamistas para discriminar entre los demandantes de crédito, al no poder observar con precisión la calidad de los proyectos de inversión debido a la existencia de información asimétrica.

Esta hipótesis básica de que la sensibilidad de la inversión a variables que aproximan la capacidad de generación interna de recursos es mayor para aquellas empresas que estén sometidas a restricciones de crédito ha sido contrastada recientemente en un amplio conjunto de trabajos. La estrategia seguida ha consistido en la estimación de ecuaciones de inversión para distintas submuestras de empresas divididas de acuerdo con criterios *a priori* que tratan de identificar a las empresas restringidas (o con problemas de información asimétrica relevantes). Dentro de esta amplia literatura destaca el trabajo pionero de Fazzari *et al.* (1988), que identifica como empresas potencialmente restringidas aquellas que no distribuyeron dividendos en los últimos períodos. Este tipo de enfoque ha sido utilizado con criterios alternativos por otros autores: vinculación a grupos industriales (Hoshi *et al.*, 1989), edad y tamaño (Devereux y Schiantarelli, 1990, y Estrada y Vallés, 1998), calificación crediticia de la empresa (Whited, 1992) y dispersión en el accionariado de la empresa (Schaller, 1993). En general, el criterio de división por excelencia en esta literatura es el tamaño, ya que existen diversas razones que sugieren que las consecuencias de la existencia de problemas de información asimétrica son más apreciables en el caso de las pequeñas empresas. Entre estas razones, Caminal (1995) destaca que existen economías de escala en las tareas de supervisión y control, por lo que resulta más costoso para los prestamistas supervisar a las empresas pequeñas y, a estas, proporcionar información a sus financiadores. No obstante, como se apunta en Chatelain *et al.* (2001), el tamaño puede no ser siempre el indicador más adecuado de la existencia de asimetrías informativas en algunos países.

En la literatura reciente, la hipótesis de sensibilidad de la inversión a la generación interna de recursos se ha llevado a cabo utilizando una amplia gama de modelos econométricos de inversión: desde ecuaciones de forma reducida hasta modelos de ecuación de Euler. En todos los casos, los modelos son ampliados con una variable que mida la capacidad de autofinanciación. El uso de una ecuación de inversión de forma reducida ampliada con la variable *cash-flow* presenta una limitación básica: no permite asociar inequívocamente la sensibilidad de la inversión a los recursos internos generados con la vigencia de restricciones financieras o, con mayor generalidad, con la existencia de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios. Con esta aproximación, el coeficiente positivo y significativo de las variables que aproximan la capacidad de autofinanciación en las ecuaciones de inversión puede venir explicado por hipótesis alternativas. En concreto, la crítica más habitual a estos enfoques es que la variable *cash-flow*, en lugar de aportar evidencia sobre restricciones de liquidez, puede estar aproximando las oportunidades de inversión futuras. Por otro lado, Giner y Salas (1997) señalan que el resultado de la sensibilidad de la inversión a variables financieras puede deberse no solo a la existencia de restricciones financieras, sino también a imperfecciones en los mecanismos de control sobre el capital, que posibilitan la canalización de flujos monetarios hacia proyectos de inversión que reducen el valor de los activos totales. Estos autores indican que, cuando existen asimetrías de información entre accionistas y gestores y estos últimos persiguen un objetivo de crecimiento, la empresa sobreinvierte. Además, señalan que la empresa que sobreinvierte muestra una mayor sensibilidad de su tasa de inversión a los recursos generados que la empresa que no lo hace, por tres razones. Primero, porque el mercado de capitales externo rechazará facilitar recursos monetarios destinados a financiar proyectos que reducen el valor de mercado de la empresa. Segundo, porque los gestores de las empresas no desean acudir a la financiación de la deuda dado que ello aumentaría la probabilidad de quiebra a que se enfrentan. Tercero, porque al ser la empresa menos rentable, los fondos internos generados serán también más bajos y, por ello, la restricción financiera será limitativa en un mayor número de casos.

En el contexto de los contrastes de exceso de sensibilidad, los modelos estructurales de inversión —como el modelo Q de Tobin o los modelos de ecuación de Euler— ofrecen una indudable ventaja con respecto a las ecuaciones de inversión de forma reducida. Los modelos estructurales tienen en cuenta explícitamente la influencia de las expectativas en la decisión de inversión. Esto implica que si el modelo resulta estar incorrectamente especificado porque una variable financiera es significativa, este resultado no debería ser atribuido a la influencia de expectativas de inversión futura.

No obstante, el uso de modelos estructurales para contrastar la presencia de restricciones financieras no está exento de críticas. Por un lado, la existencia de serios problemas de medida en algunas de las variables incluidas en estos modelos suscita serias dudas sobre la validez de su implementación empírica. Por otro lado, se ha argumentado que la adición de variables financieras a los modelos estructurales es un contraste conjunto de todos los supuestos del modelo y no solo del supuesto de inexistencia de restricciones financieras. En consecuencia, los resultados de la literatura empírica que contrastan el exceso de sensibilidad de la inversión al *cash-flow* y a otras variables financieras son coherentes con la existencia de restricciones financieras significativas, pero también pueden estar indicando la existencia de otras fuentes de incorrecta especificación en los modelos de inversión utilizados.

Algunos trabajos recientes han tratado de discriminar entre hipótesis alternativas que justifican la significatividad del coeficiente de las variables que miden la capacidad de autofinanciación en las ecuaciones de inversión. En primer lugar, Fazzari y Petersen (1993) proponen la inclusión adicional del capital circulante (8), junto a las variables anteriores, en un modelo de inversión del tipo Q de Tobin. La lógica que subyace a esta propuesta es la siguiente: si el *cash-flow* está midiendo oportunidades de inversión futuras, el capital circulante —que también está correlacionado positivamente con ventas y beneficios— debería tener un coeficiente positivo en la ecuación de inversión; por el contrario, si el *cash-flow* está evidenciando restricciones financieras, el capital circulante —que estaría compitiendo con la inversión por un volumen limitado de recursos— debería tener un coeficiente negativo en la ecuación de inversión. En segundo lugar, Gilchrist y Himmelberg (1995) utilizan un modelo estructural para superar el problema de identificación inherente a la distinción entre el papel del *cash-flow* como *proxy* de las oportunidades de inversión futuras y como medio para aliviar las restricciones de crédito. El rasgo distintivo de su enfoque es la inclusión entre los determinantes de la inversión de un determinante que predice las oportunidades de inversión futuras —al que denominan Q-fundamental—, construido a partir de un conjunto de variables relevantes, entre las que se incluye el *cash-flow*. Gilchrist y Himmelberg valoran, para distintas submuestras, una especificación que incluye simultáneamente la variable Q-fundamental y el *cash-flow*, obteniendo como resultado que el *cash-flow* solo tiene poder explicativo adicional para la submuestra de empresas *a priori* restringidas. En tercer lugar, Gilchrist y Himmelberg (1998) construyen y valoran un modelo estructural que incorpora fricciones financieras y lo utilizan para distinguir entre los determinantes «fundamentales» y «financieros» de la inversión. Estos autores encuentran que la inversión responde a ambos tipos de factores y que las empresas pequeñas y las empresas que no disponen de calificación crediticia muestran la mayor respuesta a los factores financieros (9).

En general, aunque la interpretación de los resultados de la literatura que relaciona variables financieras e inversión es controvertida, la evidencia empírica disponible tiende a ser favorable a la

(8) Definen el capital circulante como activos líquidos y existencias, menos pasivos líquidos y deuda a corto plazo.

(9) Laeven (2001) y Love (2001), siguiendo el enfoque de Gilchrist y Himmelberg (1998), valoran modelos estructurales basados en la ecuación de Euler para la inversión, utilizando datos individuales de empresas para un conjunto amplio de países.

hipótesis de existencia de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios (10). Las empresas para las que los problemas de información asimétrica sean relevantes se enfrentarán a elevados costes de la financiación externa o a restricciones de cantidad en el crédito demandado.

3. EL MODELO DE INVERSIÓN

En esta sección se presentan, en primer lugar, los rasgos principales del modelo teórico de inversión derivado en Bond y Meghir (1994) y, después, se describe su estrategia de contraste, para estudiar la validez de las implicaciones empíricas del modelo. El modelo de Bond y Meghir (1994) (de aquí en adelante, modelo BM) está basado en el enfoque de jerarquía financiera, dentro de la literatura de finanzas corporativas, y ofrece una base teórica para justificar el resultado de sensibilidad de la inversión a la disponibilidad de fondos propios que habitualmente se encuentra en la literatura empírica. Básicamente, el modelo BM supone la existencia de una jerarquía de costes para las distintas fuentes de financiación (los fondos internos tienen un coste inferior a los externos) e implica una diferente caracterización de la inversión para las empresas en función de la situación financiera a la que se enfrentan. Más concretamente, a partir de las condiciones de primer orden del proceso de optimización de un modelo neoclásico estándar de inversión con costes de ajuste cuadráticos, estos autores derivan una ecuación de Euler que relaciona las tasas de inversión en dos períodos consecutivos. Ellos demuestran que la ecuación de Euler del modelo estándar no es una especificación válida para describir el comportamiento inversor de las empresas que padecen restricciones de liquidez. En este modelo, se dice que una empresa sufre restricciones de liquidez si genera ingresos insuficientes para financiar toda la inversión que sería óptima al coste de los beneficios retenidos y si, además, no es óptimo para ella realizar nuevas emisiones de acciones. Sin embargo, para las empresas que no están restringidas financieramente, el comportamiento inversor es adecuadamente descrito mediante la ecuación de Euler estándar, incluso si tales empresas se enfrentan a una jerarquía de costes financieros.

Para contrastar las implicaciones empíricas del modelo de jerarquía financiera, Bond y Meghir siguen una estrategia en tres etapas. En primer lugar, valoran la ecuación de Euler estándar para la muestra completa de empresas. Se espera un rechazo del modelo debido a la presencia en la muestra de empresas restringidas financieramente, lo que implicaría un exceso de sensibilidad de la inversión a medidas de generación de fondos propios. En segundo lugar, valoran la ecuación de Euler básica aumentada con dividendos o nuevas emisiones de acciones. De nuevo, la presencia de empresas restringidas financieramente justificaría la significatividad de estas variables en la ecuación de inversión. En tercer lugar, valoran el modelo de ecuación de Euler, permitiendo que todos los coeficientes varíen en función del régimen financiero en el que se encuentre la empresa.

3.1. El modelo teórico

Como se ha mencionado anteriormente, en esta sección se presentan los rasgos principales del modelo de jerarquía financiera derivado en Bond y Meghir (1994).

(10) Kaplan y Zingales (1995) constituyen una excepción a este resultado. Estos autores se centran en la muestra de empresas que Fazzari *et al.* (1988) consideran como restringidas y analizan, utilizando información extracontable, si están o no efectivamente restringidas. Paradójicamente, encuentran que las empresas efectivamente restringidas son pocas y que, además, para estas empresas la sensibilidad de la inversión al *cash-flow* es menor. Entre las posibles explicaciones a este resultado, Kaplan y Zingales señalan tres: primero, las empresas efectivamente restringidas pueden estar condicionadas por los acreedores a la reducción de la deuda; segundo, la consideración de un marco de restricciones intertemporales puede variar la asignación de los recursos generados entre ahorro e inversión; y, tercero, la existencia de costes de ajuste de la inversión planeada puede condicionar la respuesta de la inversión a los *shocks* en los recursos generados.

Se considera que los gerentes de la empresa maximizan el valor presente descontado de los flujos distribuidos a los accionistas, sujetos a la identidad de ingresos y gastos, a la ecuación de evolución del *stock* de capital y a las restricciones de no-negatividad del pago de dividendos y de la emisión de acciones. De este modo, el problema de optimización para la empresa es el siguiente:

$$V_t = \max_{\{K_{it}, B_{it}\}_0^{\infty}} E_t \left[\sum_{s=0}^{\infty} \beta_t^s \left(\gamma D_{it+s} - N_{it+s} \right) \right], \quad [3.1]$$

sujeto a:

$$D_{it} = p_{it} [F(K_{it-1}, L_{it}) - G(K_{it-1}, I_{it})] - w_{it} L_{it} - p_{it}^I I_{it} + (1-f_t) N_{it} + B_{it,t} - (1+i_t) B_{it-1} \quad [3.2]$$

$$I_{it} = K_{it} - (1-\delta) K_{it-1} \quad [3.3]$$

$$D_{it} \geq 0 \quad [3.4]$$

$$N_{it} \geq 0 \quad [3.5]$$

donde E_t es el operador de expectativas condicionadas al conjunto de información Ω_t en el período t , $\beta_t^s = \prod_{k=1}^s (1+r_{t+k})^{-1}$ es el factor de descuento de s períodos, r_t es la tasa de rentabilidad entre períodos requerida por la empresa, D_{it} son dividendos, γ es el parámetro de discriminación fiscal que determina el beneficio fiscal relativo de los dividendos con respecto a las ganancias de capital, f es un coste de transacción que tiene que ser pagado por cada unidad de nuevo capital emitido, $F(\cdot)$ es la función bruta de costes de ajuste de producción de la empresa, $G(\cdot)$ es una función convexa de costes de ajuste, L_{it} es el factor trabajo, K_{it} es el *stock* de capital físico, w_{it} es el precio del trabajo, B_{it} es la deuda total de la empresa, i_t es el tipo de interés de la deuda, N_{it} es el valor de las nuevas acciones emitidas, p_{it}^I es el precio de los bienes de inversión y p_{it} es el precio del producto.

Los principales elementos del modelo BM pueden resumirse como sigue:

- Se consideran dos fuentes de discriminación entre los beneficios retenidos y la nueva emisión de acciones: un tratamiento fiscal diferente para ambas fuentes y un coste de transacción asociado a la nueva emisión de acciones. De este modo, el coste de los recursos generados internamente es menor que el coste de la emisión de nuevas acciones.
- La introducción de la deuda presenta tres rasgos principales: a) existe una probabilidad de quiebra; b) tanto esta probabilidad de quiebra como el tipo de interés de la deuda dependen positivamente del volumen de deuda; y c) existe una ventaja fiscal asociada al endeudamiento. De este modo, dependiendo del volumen de deuda, su coste puede ser: 1) menor que el coste de los recursos generados internamente; 2) mayor que el coste de los recursos generados internamente y menor que el coste de la nueva emisión de acciones; y 3) mayor que el coste de la nueva emisión de acciones.
- La solución del modelo contempla tres posibles regímenes financieros para las empresas. En el Régimen 1 ($D_t > 0$, $N_t = 0$), las empresas generan suficiente *cash-flow* para financiar la inversión y distribuir dividendos. Estas empresas utilizan deuda para financiar la inversión hasta que el coste de la deuda iguala el de los recursos generados internamente. En el Régimen 2 ($D_t = 0$, $N_t = 0$), las empresas agotan todos sus ingresos netos

para financiar su inversión y la emisión de acciones es demasiado costosa para ellas. Estas empresas solo pueden financiar un mayor nivel de inversión mediante el recurso al endeudamiento. En el Régimen 3 ($D_t=0$, $N_t>0$), las empresas agotan todos sus ingresos netos para financiar inversión, pero cuentan con oportunidades de inversión lo suficientemente atractivas como para financiar parte de su inversión mediante la emisión de nuevas acciones (11).

En este marco, las empresas en el Régimen 2 están restringidas financieramente, en el sentido de que un aumento exógeno de los ingresos llevaría a un mayor nivel de inversión. Sin embargo, las empresas en los Regímenes 1 o 3 no cambiarían su volumen de inversión si recibiesen una unidad marginal adicional de ingresos. En el primer caso, pagarían mayores dividendos. En el segundo caso, reducirían el volumen de acciones emitidas y, de este modo, se enfrentarían a un menor coste de la financiación, pero no cambiarían su nivel de inversión.

3.2. El modelo empírico y la estrategia de contraste

Bond y Meghir muestran que un modelo de ecuación de Euler estándar describiría adecuadamente el comportamiento inversor de las empresas en los Regímenes 1 y 3. Para implementar la estrategia de contraste mencionada anteriormente, se necesita una especificación empírica de la inversión. Con este fin se introducen algunos supuestos adicionales:

- $F(\cdot)$ presenta rendimientos constantes a escala, de modo que la productividad marginal del capital puede ser reemplazada sin necesidad de imponer una determinada forma paramétrica para la función de producción. Se considera que el tiempo necesario para que el capital instalado sea productivo es de un período.
- Existe competencia imperfecta en el mercado de producto.
- La función de costes de ajuste $G(\cdot)$ es de la forma: $G(K_{i,t-1}, I_{it}) = \frac{b}{2} \left(\frac{I_{it}}{K_{i,t-1}} - a \right)^2 K_{i,t-1}$, donde el parámetro b refleja la importancia de los costes de ajuste ($b>0$).
- El supuesto de expectativas racionales implica que: $E_t(X_{it}) = X_{it} + \varepsilon_{it}$, donde ε_{it} es un error de predicción ortogonal de la información disponible en el período t .

Utilizando estos supuestos, se obtiene la siguiente ecuación de Euler, bajo la hipótesis nula de inexistencia de restricciones de liquidez:

$$\frac{I_{i,t+1}}{K_t} = \beta_1 \frac{I_{it}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 \left(\frac{I_{it}}{K_{i,t-1}} \right)^2 + \beta_3 \frac{Y_{it}}{K_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Pi_{it}}{K_{i,t-1}} + \beta_5 \left(\frac{B_{it}}{K_{i,t-1}} \right)^2 + \eta_i + d_{t+1} + \varepsilon_{i,t+1} \quad [3.6]$$

donde la *ratio* de producción sobre capital $\frac{Y_{it}}{K_{i,t-1}}$ refleja la existencia de competencia imperfecta, y $\frac{\Pi_{it}}{K_{i,t-1}}$ es el resultado económico bruto. El efecto fijo η_i trata de aproximar características

(11) De acuerdo con el modelo BM, las empresas no deberían simultáneamente emitir nuevas acciones y pagar dividendos positivos. Bond y Meghir (1994) ofrecen varias explicaciones para justificar este tipo de comportamiento: heterogeneidad entre empresas en γ , costes de transacción de intercambiar acciones y papel señalizador de los dividendos.

específicas de empresa así como los componentes constantes en el tiempo de las diferencias, por ejemplo, en la demanda del producto, la intensidad del capital y las oportunidades de crecimiento, mientras que el efecto temporal d_{t+1} puede interpretarse como una aproximación al componente cíclico agregado. Bajo la hipótesis nula de inexistencia de restricciones de liquidez, puede demostrarse que $\beta_1 \geq 1$, $\beta_2 \leq -1$, $\beta_3 > 0$ (si existe competencia imperfecta), $\beta_4 < 0$ y $\beta_5 < 0$. Bajo la hipótesis alternativa de restricciones de liquidez, la ecuación [3.6] estaría incorrectamente especificada, pues la inversión guardaría relación con las condiciones financieras. Con más precisión, en presencia de restricciones de liquidez, la inversión debería estar positivamente influenciada por los ingresos o por el *cash-flow*. De este modo, el signo negativo esperado para β_4 no se obtendría si existiesen restricciones de liquidez. De hecho, esta es la idea básica que subyace en la estrategia de contraste del modelo BM. Como ya se ha mencionado, esta estrategia consta de tres partes y puede resumirse como sigue.

1. Estimación de la ecuación de Euler estándar para la muestra completa de empresas. La presencia en la muestra de empresas restringidas financieramente conllevaría un exceso de sensibilidad de la inversión a medidas de recursos generados internamente y, por tanto, sería esperable un rechazo del modelo. La crítica habitual a estos contrastes de exceso de sensibilidad (es decir, que el *cash-flow* aproxima oportunidades futuras de inversión) es, *a priori*, menos importante con un enfoque de ecuación de Euler, ya que todas las influencias expectativas relevantes deberían estar capturadas por la predicción de la inversión un período por delante.
2. Estimación de la ecuación de Euler básica aumentada con dividendos o nuevas emisiones de acciones. Bajo la hipótesis nula de inexistencia de restricciones de liquidez, los coeficientes de las variables añadidas no deberían ser significativos. De nuevo, la presencia de empresas restringidas financieramente explicaría el rechazo de la hipótesis nula.
3. Estimación del modelo de ecuación de Euler permitiendo que todos los coeficientes varíen en función del régimen financiero en el que se encuentre la empresa. Para aquellas empresas que no están *a priori* restringidas financieramente, los coeficientes deberían ser coherentes con las predicciones de los modelos convencionales de ecuaciones de Euler.

Para tener en cuenta la posible existencia de efectos individuales no observables, el carácter endógeno de las variables explicativas y la introducción de la variable dependiente desfasada entre los regresores, el modelo [3.6] se valora transformado en desviaciones ortogonales (véase Arellano y Bover, 1995) y utilizando el Método Generalizado de Momentos (MGM) como método de valoración (véase Arellano y Bond, 1991). Si el término de error ε_{it} no fuese serialmente correlativo, valores desfasados de las variables explicativas fechados en $t-2$ y en períodos anteriores serían instrumentos válidos. Sin embargo, si ε_{it} sigue un proceso MA(1), los instrumentos fechados en $t-2$ no serían adecuados.

4. LAS MUESTRAS: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

El análisis empírico se realiza utilizando dos paneles de datos contruidos a partir de los estados contables armonizados —balances y cuentas de pérdidas y ganancias— de dos muestras —francesa y española— de empresas industriales. La muestra francesa comprende 45.111 observaciones (correspondientes a 6.965 empresas), obtenidas a partir de una base de datos compilada por el Banco de Francia. La muestra española incluye 13.631 observaciones (correspondientes a 2.208 empresas), que figuran en una base de datos compilada por el Banco de

CUADRO IV.1

DISTRIBUCIÓN DE LA MUESTRA POR TAMAÑO (DEFINIDO EN TÉRMINOS DE EMPLEO MEDIO)

	Francia					Total
	n < 20	20 < n ≤ 100	100 < n ≤ 250	250 < n < 500	n > 500	
N.º de empresas	1.083	3.894	1.141	450	397	6.965
	15,5%	55,9%	16,4%	6,5%	5,7%	100,0%
N.º de observac.	6.611	25.319	7.581	2.984	2.616	45.111
	14,7%	56,1%	16,8%	6,6%	5,8%	100,0%

	España					Total
	n < 20	20 < n ≤ 100	100 < n ≤ 250	250 < n < 500	n > 500	
N.º de empresas	368	1.180	353	168	139	2.208
	16,7%	53,4%	16,0%	7,6%	6,3%	100,0%
N.º de observac.	2.190	7.260	2.259	1.078	844	13.631
	16,1%	53,3%	16,6%	7,9%	6,2%	100,0%

Porcentaje de la muestra que cotiza en bolsa (empresas y observaciones)

	Francia		España	
	Cotizan	Total	Cotizan	Total
N.º de empresas	117	6.965	64	2.208
	1,7%	100,0%	2,9%	100,0%
N.º de observac.	773	45.111	359	13.631
	1,7%	100,0%	2,6%	100,0%

España. Nótese que en el caso español, dadas las variables necesarias para el análisis presentado en este capítulo, aquellas empresas que forman parte de la base de datos CBBE/RM (o CBB) son excluidas de la muestra. En ambos países, el período considerado es 1991-1999.

El cuadro IV.1 ofrece la composición por tamaño (definido en función del número de empleados) en ambas muestras. En general, tomando como referencia las poblaciones de empresas en ambos países, las empresas grandes están sobre-representadas en las dos muestras. No obstante, aunque sesgadas hacia las empresas de mayor tamaño, estas muestras pueden ser consideradas representativas del sector industrial de cada economía. De hecho, ambas contienen mayores proporciones de empresas pequeñas y que no cotizan en bolsa que las contenidas en las bases de datos habitualmente utilizadas en la literatura empírica. El valor mediano para el número de empleados es 48 en Francia y 49 en España, y en ambos casos la fracción de empresas que cotizan en bolsa está por debajo del 3%. Por tanto, nuestras muestras parecen adecuadas para abordar un análisis empírico de la relevancia de las fricciones financieras en las decisiones de inversión, ya que contienen una proporción significativa de empresas potencialmente candidatas a experimentar restricciones de liquidez.

Las definiciones de las variables utilizadas en nuestro análisis se presentan en el cuadro IV.2. El cuadro IV.3 recoge los estadísticos descriptivos para estas variables. En general, aunque las muestras fueron filtradas mediante la eliminación de los percentiles extremos de las distribuciones definidas en función de las variables utilizadas en las regresiones, la mayoría de las variables muestran todavía una elevada dispersión. Es destacable que la muestra española, a pesar de ser li-

DEFINICIÓN DE VARIABLES

Notación	Descripción de la variable
I/K	Inversión / <i>Stock</i> de capital = $I(t) / K(t-1)$
S/K	Ventas / <i>Stock</i> de capital = $S(t) / K(t-1)$
Y/K	Producción / <i>Stock</i> de capital = $Y(t) / K(t-1)$
CF/K	<i>Cash-flow</i> / <i>Stock</i> de capital = $CF(t) / K(t-1)$
CS/K	Activos líquidos / <i>Stock</i> de capital = $CS(t) / K(t-1)$
GP/K	Resultado económico bruto / <i>Stock</i> de capital = $GP(t) / K(t-1)$
B/K	Deuda total / <i>Stock</i> de capital = $B(t) / K(t-1)$
YP	Número de empleados
ROA	Rentabilidad ordinaria del activo neto (R1)
EFC	Coste de la financiación externa (R2)

geramente más homogénea en términos de tamaño, presenta una dispersión más elevada en algunas variables. De este modo, el cociente entre desviación típica y valor medio es más elevado en la muestra española para casi todas las variables. Las excepciones son el número de empleados, el coste de la financiación externa y la *ratio* de resultado económico bruto sobre *stock* de capital. La dispersión es significativamente mayor en la rentabilidad del activo y en los activos líquidos.

El cuadro IV.4 muestra los valores medianos de las principales variables para los subconjuntos de empresas definidos de acuerdo con el criterio de división de la muestra utilizado en la siguiente sección: el pago de dividendos en dos períodos consecutivos. Esta evidencia descriptiva es favorable a la hipótesis de que las empresas que no distribuyen dividendos padecen potencialmente restricciones de liquidez. En primer lugar, este cuadro es coherente con la existencia de una prima en el coste de la financiación externa que refleje los costes de supervisión —en los que incurren los prestamistas— de los proyectos de inversión. Cuanto más pronunciados sean los problemas de información asimétrica entre una empresa y sus oferentes de fondos, mayor será la prima en el coste de la financiación externa. En nuestro caso, se ha comprobado que, en ambos países, el valor mediano del coste de la deuda es significativamente mayor para las empresas que no pagan dividendos positivos. En la muestra francesa, la diferencia en el coste mediano de la deuda entre las empresas que no distribuyen dividendos y las que sí lo hacen es de 0,5 pp, mientras que en la muestra española esta diferencia es de casi 2 pp. En segundo lugar, en ambos países las empresas que no distribuyen dividendos muestran un mayor nivel de endeudamiento. De nuevo, esta diferencia es más amplia en la muestra española. En tercer lugar, en ambas muestras las empresas que distribuyen dividendos tienen, en términos relativos a su *stock* de capital, un mayor nivel de activos líquidos y generan, de nuevo en relación con su *stock* de capital, mayores flujos de recursos internos (considerando tanto el resultado económico bruto como la variable *cash-flow*). En cuarto lugar, en ambos países el tamaño mediano de las empresas que pagan dividendos es mayor. Finalmente, la *ratio* de inversión sobre *stock* de capital es de nuevo mayor, en ambos países, en las empresas que pagan dividendos positivos.

5. RESULTADOS

Como se mencionó en la sección 3, Bond y Meghir (1994) presentan un contraste directo de las implicaciones empíricas del modelo de jerarquía financiera. De acuerdo con su modelo, la misma empresa puede estar restringida financieramente en algunos períodos y no en otros y, además, son las políticas vigentes de dividendos y de nueva emisión de acciones las que definen el régimen financiero en el que se encuentra la empresa. En concreto, estos autores sostienen que las empresas que se encuentran en el régimen de restricción financiera no distri-

CUADRO IV.3

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

FRANCIA

Variable	Media	Desv. st.	Percentiles				
			Mín.	25%	50%	75%	Máx.
I/K	0,139	0,144	0,002	0,048	0,094	0,174	1,026
S/K	4,123	3,771	0,717	2,001	3,001	4,779	79,800
Y/K	3,718	3,488	-0,737	1,818	2,727	4,287	79,800
CF/K	0,332	0,312	-0,652	0,161	0,262	0,411	4,219
CS/K	0,284	0,634	0,000	0,017	0,086	0,302	26,500
GP/K	0,196	0,302	-2,637	0,047	0,122	0,256	5,920
B/K	0,592	0,651	0,013	0,219	0,402	0,709	9,780
YP	169	933	1	27	48	120	63.258
ROA	0,116	0,422	-33,090	0,045	0,105	0,179	69,200
EFC	0,084	0,527	0,000	0,046	0,064	0,089	73,000

ESPAÑA

Variable	Media	Desv. st.	Percentiles				
			Mín.	25%	50%	75%	Máx.
I/K	0,148	0,184	-0,156	0,035	0,092	0,193	1,285
S/K	4,477	4,673	0,370	1,808	3,032	5,362	64,359
Y/K	4,538	4,676	0,348	1,841	3,094	5,362	64,359
CF/K	0,339	0,444	-1,081	0,114	0,228	0,424	4,154
CS/K	0,370	0,895	-0,071	0,024	0,103	0,332	19,870
GP/K	0,409	0,441	-1,142	0,169	0,296	0,504	4,737
B/K	0,711	0,926	0,000	0,140	0,447	0,918	9,858
YP	199	769	1	26	49	131	15.665
ROA	0,130	0,782	-29,727	0,056	0,111	0,188	79,500
EFC	0,178	0,610	0,000	0,064	0,105	0,161	40,000

buyen dividendos ni emiten nuevas acciones en dos períodos consecutivos, mientras que las empresas en los regímenes no restringidos o bien distribuyen dividendos o bien emiten nuevas acciones. Con el fin de implementar su estrategia de contraste, nosotros simplificamos su taxonomía de regímenes financieros, distinguiendo solamente dos casos (12). Las empresas que no pagan dividendos en dos períodos consecutivos se asignan al régimen restringido y en caso contrario se clasifican en el régimen irrestringido. Dado que en ambas muestras la proporción de empresas que realizan nuevas emisiones de acciones es muy pequeña, no consideramos explícitamente esta fuente de financiación en el análisis empírico.

(12) De hecho, Bond y Meghir (1994) también utilizan esta simplificación, ya que el número de observaciones en su muestra pertenecientes al régimen 3 es muy reducido.

ESTADOS DESCRIPTIVOS (MEDIANAS POR SUBMUESTRAS)

Variable	FRANCIA		ESPAÑA	
	Dividendos = 0	Dividendos > 0	Dividendos = 0	Dividendos > 0
Número de observaciones	30.532	14.579	10.771	2.860
S/K	2,938	3,138	3,016	3,100
Y/K	2,653	2,874	3,076	3,137
CF/K	0,222	0,351	0,194	0,377
CS/K	0,058	0,192	0,090	0,177
GP/K	0,134	0,216	0,273	0,396
B/K	0,444	0,323	0,515	0,223
YP	46	56	44	86
ROA	0,081	0,154	0,099	0,168
EFC	0,066	0,061	0,108	0,090

El cuadro IV.5 muestra las valoraciones —obtenidas utilizando las muestras completas— de la ecuación de Euler básica para ambos países. Como ya se mencionó en la sección 3, se utiliza un estimador MGM, se incluyen variables ficticias temporales y , con el fin de afrontar los problemas derivados de la presencia potencial de efectos individuales no observables, se valora el modelo utilizando la transformación de desviaciones ortogonales propuesta por Arellano y Bover (1995). Todas las valoraciones MGM presentadas son valoraciones de primera etapa con errores estándar robustos a heterocedasticidad. Se presentan dos columnas para cada país. En la primera (columna 1 para Francia y columna 3 para España), el conjunto de instrumentos incluye todos los regresores fechados entre $t-2$ y $t-4$. En la segunda (columna 2 para Francia y columna 4 para España), consideramos que el término de error sigue un proceso MA(1) y excluimos los instrumentos datados en $t-2$. En ambos países hay importantes diferencias entre las valoraciones presentadas en ambas columnas. Este es, especialmente, el caso para los coeficientes de los desfases de los términos de inversión (que, como argumentan Bond y Meghir, son los que con más probabilidad resultarán sesgados si el término de error tiene correlación serial). Comparando ambos conjuntos de estimaciones, se observa que la exclusión de los desfases más próximos (los correspondientes a $t-2$) del conjunto de instrumentos reduce la precisión de las valoraciones. No obstante, a pesar de este hecho, dados los contrastes de validez de los instrumentos (13) y dado que los coeficientes de los términos de inversión desfasados, aunque con el signo correcto, son mucho más pequeños en valor absoluto que las predicciones del modelo teórico, en ausencia de restricciones financieras, se opta por descartar los instrumentos fechados en $t-2$ y, en lo que sigue, se comenta el segundo conjunto de resultados.

(13) En el caso francés, los valores del test de Sargan de la columna (1) y del test de Sargan de la diferencia de instrumentos apoyan el rechazo de los instrumentos en $t-2$. En el caso español, los instrumentos en $t-2$ no podrían rechazarse. No obstante, con el fin de mantener la comparabilidad con los resultados franceses y dado que las valoraciones puntuales —recogidas en la columna (4)— para los desfases de los términos de inversión están más próximas a sus valores teóricos, se opta, también para la muestra española, por comentar los resultados obtenidos excluyendo los instrumentos fechados en $t-2$. El patrón de los resultados no se altera sustancialmente cuando se incluyen estos instrumentos.

CUADRO IV.5

EL MODELO BÁSICO DE ECUACIÓN DE EULER

	FRANCIA		ESPAÑA	
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)
$\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,132 (0,020)	0,529 (0,211)	0,211 (0,042)	0,456 (0,236)
$\left(\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}\right)^2$	-0,170 (0,025)	-0,777 (0,346)	-0,190 (0,044)	-0,444 (0,325)
$\frac{GOP_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,079 (0,012)	0,093 (0,031)	0,015 (0,019)	0,042 (0,044)
$\frac{Y_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,014 (0,002)	0,008 (0,004)	0,014 (0,004)	0,018 (0,007)
$\left(\frac{B_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}\right)^2$	-0,004 (0,001)	-0,001 (0,003)	-0,002 (0,001)	-0,003 (0,003)
m_1	-32,96	-6,17	-16,54	-4,37
m_2	-0,28	-0,33	0,18	-0,44
Sargan	92,80	39,30	74,60	35,50
(p-value)	(0,04)	(0,50)	(0,33)	(0,67)
Diferencias-Sargan		53,50		39,10
(p-value)		(0,00)		(0,12)
Instrumentos	t-2, t-3, t-4	t-3, t-4	t-2, t-3, t-4	t-3, t-4

Notas: El método de valoración es MGM. El modelo se valora transformado en desviaciones ortogonales. Se incluyen variables ficticias temporales. m_1 es un contraste de correlación serial de orden 1 de los residuos en primeras diferencias (asintóticamente, este contraste sigue una distribución normal estándar). Sargan es un contraste sobre las restricciones de sobreidentificación (asintóticamente X^2). Diferencias-Sargan es un contraste de la validez de los instrumentos adicionales (asintóticamente X^2). Véase el cuadro IV.2 para la definición de las variables.

Centrándonos en los resultados presentados en las columnas 2 y 4, se observa que los coeficientes de los términos de inversión desfasados, aunque mayores que en las valoraciones que incluyen los instrumentos fechados en t-2, son todavía inferiores, en valor absoluto, a las predicciones del modelo teórico (14). El coeficiente del término de producción es positivo, lo cual indica la existencia de competencia imperfecta. El coeficiente de la deuda, aunque con el signo correcto, está lejos de ser significativo. No obstante, la mayor discrepancia con respecto a las predicciones del modelo teórico bajo la hipótesis nula de ausencia de fricciones financieras se encuentra en el coeficiente positivo del término de resultado económico bruto (15). El signo esperado para este coeficiente es negativo porque el resultado económico bruto está aproximando la productividad marginal del capital. Sin embargo, si la hipótesis nula es incorrecta, la disponibilidad de recursos internos afectará positivamente al nivel de inversión. De este modo, un signo positivo del coeficiente del término de resultado económico bruto puede estar indicando la presencia de restricciones de liquidez. En general, la evidencia presentada en el cuadro IV.5 sugiere que el modelo de ecuación de Euler sin regímenes financieros está inadecuadamente especificado.

(14) Bajo la hipótesis nula de inexistencia de restricciones financieras, el modelo teórico predice $\beta_1 \geq 1$ y $\beta_2 \leq -1$.

(15) Este resultado también se obtiene cuando se utiliza la variable *cash-flow* en lugar del resultado económico bruto para valorar el modelo básico de ecuación de Euler.

CONTRASTES DE AUSENCIA DE RESTRICCIONES FINANCIERAS

	FRANCIA	ESPAÑA
	(i)	(ii)
$\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,517 (0,211)	0,491 (0,221)
$\left(\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}\right)^2$	-0,717 (0,344)	-0,558 (0,267)
$\frac{GOP_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,109 (0,032)	0,070 (0,045)
$\frac{Y_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,008 (0,004)	0,016 (0,007)
$\left(\frac{B_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}\right)^2$	-0,002 (0,003)	-0,003 (0,003)
$\frac{D_{it}}{K_{it-1}}$	-0,232 (0,101)	-0,305 (0,170)
m_1	-6,59	-5,20
m_2	-0,11	0,10
Sargan	45,80	43,10
(p-value)	(0,56)	(0,67)
Instrumentos	t-3, t-4	t-3, t-4

Véanse notas al cuadro IV.5.

La segunda etapa en la estrategia BM consiste en la valoración de la ecuación de Euler estándar aumentada con la *ratio* dividendos sobre capital. Bajo la hipótesis nula de irrelevancia de los regímenes financieros, esta variable no debería mostrar ningún contenido informativo significativo para la decisión de inversión. Como muestra el cuadro IV.6, el coeficiente de la *ratio* dividendos sobre capital es significativo (aunque solo marginalmente en el caso de la muestra española), mientras que el resto de los coeficientes no difieren significativamente de los recogidos en las columnas 2 y 4 del cuadro IV.5. De este modo, dicho cuadro ofrece alguna evidencia adicional (aunque, en cierta forma, débil) favorable al rechazo del modelo básico de ecuación de Euler sin regímenes financieros.

Finalmente, bajo la hipótesis de existencia de regímenes financieros cabría esperar un comportamiento no lineal de la inversión, en el sentido de que los coeficientes valorados fuesen coherentes con las predicciones del modelo de ecuación de Euler sin regímenes financieros solo en el caso de las empresas que no padecen restricciones financieras. Sin embargo, para las empresas afectadas por restricciones de liquidez, las valoraciones deberían reflejar algún grado de exceso de sensibilidad de la inversión a las variables financieras. De este modo, en la tercera etapa de su estrategia de contraste, BM definen una variable ficticia S_{it} , que toma valor 1 cuando la empresa está sometida a restricciones de liquidez, y en el modelo empírico introducen las interacciones de esta variable con el resto de los regresores. Los coeficientes para la muestra no restringida son los correspondientes a los términos no interaccionados. Análogamente, para la muestra restringida los parámetros de interés son los resultantes de sumar los términos no interaccionados con los correspondientes términos de interacción.

CUADRO IV.7

CONTRASTES DE AUSENCIA DE RESTRICCIONES FINANCIERAS

	FRANCIA	ESPAÑA
	(i)	(ii)
$\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,490 (0,199)	0,449 (0,223)
$\left(\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}\right)^2$	-0,681 (0,313)	-0,413 (0,285)
$\frac{GOP_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,069 (0,031)	-0,001 (0,044)
$\frac{Y_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,008 (0,004)	0,017 (0,007)
$\left(\frac{B_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}\right)^2$	-0,002 (0,003)	-0,004 (0,003)
$S_{it} \frac{GOP_{it-1}}{K_{it-2}}$	0,041 (0,024)	0,106 (0,044)
m_1	-6,71	-5,21
m_2	-0,06	0,60
Sargan	40,80	43,20
(p-value)	(0,76)	(0,67)
Proporción de observaciones con $S_{it} = 0$	0,32	0,21
Instrumentos	t-3, t-4	t-3, t-4

Véanse notas al cuadro IV.5.

Para implementar este contraste, en este capítulo se define una variable ficticia S_{it} , que toma valor 0 cuando los dividendos son positivos en los períodos t y $t-1$ (16). Como en el trabajo de Bond y Meghir, se considera que esta variable S_{it} es endógena y, en consecuencia, se instrumenta. Finalmente, en este trabajo solo añadimos el término de interacción de esta variable con el resultado económico bruto, ya que este proporciona el contraste más directo de ausencia de restricciones financieras. Además, la introducción de un conjunto completo de términos de interacción reduce sustancialmente la precisión de las valoraciones. Los resultados se presentan en el cuadro IV.7. Cuando se permite que el coeficiente del resultado económico bruto difiera entre las dos submuestras, se observa, en la muestra española, que la valoración puntual es cero para la muestra no restringida y positiva y significativa para las observaciones *a priori* restringidas. En la muestra francesa, la valoración puntual para el coeficiente del resultado económico bruto es todavía positiva y significativa (aunque su tamaño es menor que en el modelo sin el término de interacción) para la muestra no restringida, mientras que la valoración puntual para el término de interacción es también positiva y significativa, lo que sugiere, de acuerdo con lo esperado, que el comportamiento inversor de las em-

(16) Con el fin de contemplar el posible papel señalizador de los dividendos, Bond y Meghir (1994) enuncian dos criterios alternativos para considerar si una empresa es financieramente restringida: primero, si los dividendos corrientes son inferiores a la media de los dividendos pagados por la empresa; y, segundo, si la empresa ha reducido sus dividendos con respecto a los pagados en el período anterior.

presas en el régimen restringido muestra una mayor sensibilidad a la generación interna de recursos. Por tanto, estos resultados sugieren que el rechazo en ambas muestras —francesa y española— del modelo estándar de inversión de la ecuación de Euler sin regímenes financieros tiene su origen en la presencia de un subconjunto de empresas que están sometidas a restricciones financieras, en el sentido de que su inversión depende positivamente de la disponibilidad de financiación interna.

Los principales resultados de este estudio reproducen aproximadamente los obtenidos por Bond y Meghir (1994), utilizando una muestra de empresas manufactureras del Reino Unido que cotizan en bolsa para el período 1974-1986. Además, estos resultados son coherentes con los presentados en Alonso-Borrego (1994). Este autor valora un modelo similar para una muestra de empresas españolas en el período 1987-1990. El modelo estándar de ecuación de Euler se rechaza para la muestra que contiene tanto observaciones de empresas que pagan dividendos como observaciones correspondientes a empresas que no distribuyen dividendos. Es más, cuando se permite que los coeficientes varíen dependiendo de la política de dividendos, se encuentra un mayor grado de sensibilidad al *cash-flow* para aquellas empresas que no distribuyen dividendos. Además, utilizando un método en dos etapas para corregir el sesgo potencial de selección de la muestra, este autor valora el modelo básico de ecuación de Euler para la submuestra de empresas que distribuyen dividendos positivos y confirma que el modelo no se rechaza para esa submuestra.

Finalmente, cabe destacar que Chatelain *et al.* (2001) contiene valoraciones de un modelo neoclásico de inversión para dos muestras de empresas —francesas y españolas— muy similares a las utilizadas en este trabajo, y se rechaza que las empresas pequeñas muestren un grado de sensibilidad de la inversión al *cash-flow* mayor que el mostrado por las empresas grandes. Nuestros resultados parecen confirmar, como se sugería en dicho trabajo, que el tamaño puede no ser un indicador suficiente, para algunos países, de la presencia de asimetrías informativas.

6. CONCLUSIONES

Este trabajo ha analizado el papel de las restricciones financieras en la explicación del comportamiento de la inversión, utilizando dos paneles incompletos de empresas industriales francesas y españolas para el período 1991-1999. Con este fin, el presente capítulo ha seguido de cerca el enfoque metodológico implementado por Bond y Meghir (1994). Estos autores presentan una versión extendida del modelo estándar de inversión de la ecuación de Euler. Esta extensión considera que la empresa se enfrenta a una jerarquía en los costes de las fuentes alternativas de financiación y conduce a diferentes caracterizaciones del comportamiento inversor en función de la política financiera seguida por las empresas.

En general, nuestros resultados sugieren que existen diferencias significativas en el comportamiento inversor que están estrechamente ligadas a la situación financiera de las empresas. En concreto, estos resultados corroboran la evidencia empírica anterior sobre la existencia de un exceso de sensibilidad de la inversión a medidas de generación interna de recursos para algún subconjunto de empresas; en particular, la evidencia obtenida es coherente con la hipótesis de que el gasto en inversión de las empresas que no distribuyen dividendos está restringido por la disponibilidad de recursos generados internamente.

Aunque los resultados muestran ligeras discrepancias con respecto a las predicciones teóricas del modelo extendido, esta evidencia ofrece un soporte empírico para el exceso de sensibilidad de la inversión a las variables financieras. Por tanto, la evidencia presentada contribuye a explicar el rechazo del modelo estándar de inversión de la ecuación de Euler. Este mo-

delo es rechazado por varios motivos. En primer lugar, en las valoraciones de la ecuación de Euler estándar para la muestra completa de empresas, se obtiene un coeficiente positivo y significativo para la variable de fondos internos, lo que puede explicarse por la presencia en la muestra de empresas con restricciones de liquidez, lo que generaría un exceso de sensibilidad de la inversión a medidas de financiación interna. En segundo lugar, en la valoración de la ecuación de Euler básica aumentada con dividendos, esta variable resulta ser significativa. Se argumenta de nuevo que la presencia de empresas con restricciones de liquidez justifica este resultado. Finalmente, en la valoración del modelo de ecuación de Euler en el que se permite que los coeficientes varíen en función del régimen financiero, se obtiene un mayor grado de sensibilidad a los fondos internos para las empresas *a priori* restringidas. No obstante, en ningún caso se obtiene el coeficiente negativo y significativo de la variable de fondos internos para las empresas que *a priori* no están restringidas. Una posible explicación para este último resultado, como argumentan Bond y Meghir (1994), es que el criterio de selección de las muestras utilizado para identificar la existencia de restricciones de liquidez puede ser inadecuado, dado que es posible que las empresas tengan incentivos para distribuir dividendos, de modo que puedan decidir hacerlo incluso aunque se encuentren sometidas a restricciones de liquidez.

Finalmente, hay que destacar que el patrón de los resultados en ambos países no ofrece diferencias significativas (aunque no se ha realizado un contraste estadístico formal de estas diferencias, ya que no se han fusionado las dos bases de datos). Es aún más revelador el hecho de que estos resultados reproducen, en gran medida, los obtenidos por Bond y Meghir (1994) para una muestra muy diferente —en concreto, empresas manufactureras británicas que cotizan en bolsa para el período 1974-1986—. De este modo, los resultados confirman que el análisis de la política de dividendos de las empresas es útil para detectar la posible presencia de restricciones financieras que afecten al gasto en inversión.

ANEXOS: FACTORES INSTITUCIONALES (*)

- I. FUNDAMENTOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO
 - II. MERCADO DE TRABAJO
 - III. ARRENDAMIENTO FINANCIERO
 - IV. SISTEMAS FINANCIEROS
 - V. LEY CONCURSAL
 - VI. FONDOS DE PENSIONES Y OTROS SISTEMAS DE AHORO
DE LOS EMPLEADOS
 - VII. CONTRIBUCIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL
 - VIII. IMPUESTOS QUE RECAEN EN LAS EMPRESAS
-

(*) Estos anexos, traducción al español de la versión inglesa editada en octubre de 2002, se redactaron con la información disponible y regulación existente hasta diciembre de 2001.

ANEXO I

FUNDAMENTOS DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN FRANCIA Y ESPAÑA

Todos los gráficos y cuadros de este estudio se integran en un anexo estadístico que se distribuye separadamente en la Red (www.bde.es). Este capítulo incluye los más relevantes, manteniendo la misma numeración que en el anexo estadístico, lo que explica los saltos de numeración existentes.

I. INTRODUCCIÓN

En este anexo se realiza un análisis de la evolución de las economías española y francesa desde una perspectiva de largo plazo. El análisis gira en torno al PIB *per capita*, la variable más extensamente utilizada para representar el proceso de crecimiento de un país, y comprende el período 1960-2000. A lo largo de las cuatro últimas décadas, las dos economías han experimentado profundos cambios, si bien estos han revestido una intensidad mucho mayor en el caso de España, que partía de una situación inicial muy retrasada en el contexto europeo y cuya evolución a lo largo de este período ha permitido converger hacia niveles próximos a los existentes en la zona del euro. La evolución de las economías española y francesa se presenta en relación con el conjunto de la economía europea, es decir, siempre que se haya dispuesto de los datos adecuados, se ha presentado el comportamiento de las variables relevantes para España, Francia y el agregado de los doce países que constituyen el área del euro. En la sección 2 se presenta la evolución del PIB *per capita* en ambas economías, subrayando las características del proceso de convergencia real de la economía española, y distinguiendo los períodos en que la convergencia ha sido muy rápida de aquellos otros en que la convergencia ha sido escasa o inexistente. El análisis de la sección 3 se centra en los principales determinantes del crecimiento relativo, la productividad del trabajo y la *ratio* empleo / población. La sección 4 analiza en mayor profundidad los determinantes de la productividad del trabajo; el proceso de capitalización y el progreso técnico (aproximado por la productividad total de los factores) son las dos variables cuya evolución se comenta en esta sección. Por último, en la sección 5 se resume el comportamiento de los determinantes de la productividad total de los factores: la tasa de inversión (1), el capital humano, las infraestructuras y el gasto en I+D.

2. EVOLUCIÓN DEL PIB PER CAPITA

En el gráfico 1.1 se muestra la evolución del PIB *per capita* en España, Francia y en el agregado de países que actualmente forman parte de la zona del euro (2). El crecimiento medio del PIB *per capita* en el conjunto del período analizado ha sido superior en España tanto respecto a Francia como al área del euro (2,3% en España, 2% en el área del euro y 1,9% en Francia). El diferencial de crecimiento positivo de la economía española refleja la existencia de un

(1) Pese a que el efecto más inmediato del aumento en la tasa de inversión es el aumento en el nivel de capitalización de la economía, hay que destacar que el proceso de capitalización (es decir, el aumento en la *ratio* K/L) da lugar a múltiples externalidades asociadas al progreso técnico.

(2) En la base de datos ADB de la OCDE no se dispone de datos para el agregado de países que hoy constituyen la zona del euro ni para el conjunto de la UE para la década de los sesenta.

proceso de convergencia real de una economía que partía de una posición relativa muy atrasada al inicio de los años setenta (3). En 1970 el PIB *per capita* se situaba en España en el 73% del nivel observado en la zona del euro; el proceso de convergencia había situado el nivel de esta variable en el 80% en 1997. Los principales rasgos del proceso de crecimiento de las dos economías se observan con mayor claridad en el gráfico 1.2. La evolución cíclica de la economía francesa es mucho más próxima a la del conjunto de la economía europea (4). El patrón de crecimiento de la economía española muestra una volatilidad mucho mayor que la observada en Francia y en el conjunto de la zona del euro. Como consecuencia, el proceso de convergencia de la economía española se ha distribuido de una manera desigual a lo largo de los últimos treinta años; de hecho, la convergencia solo se ha producido en períodos de expansión (hasta 1975, en 1985-1991 y a partir de 1995), mientras que tanto en la recesión de los años setenta, que fue particularmente profunda y duradera, como en la ocurrida en el período 1992-1994, mucho más breve pero intensa, la economía española divergió de la media europea.

3. FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN DEL PIB PER CAPITA

En esta sección se analizan los determinantes de la evolución del PIB *per cápita* en España y Francia mediante la descomposición de esta variable en el producto de tres factores: una variable demográfica, la fracción de la población con edad comprendida entre 16 y 64 años, y dos variables que captan aspectos esenciales de las pautas de crecimiento en cualquier país: la *ratio* empleo / población en edad de trabajar y la productividad del trabajo. El propósito de esta descomposición es aislar aquellas variables donde las diferencias entre los dos países son mayores. Tal y como se muestra en el gráfico 2, tanto en España como en Francia se observa un crecimiento en la productividad del trabajo superior al experimentado por el conjunto de países europeos. Este diferencial positivo es relativamente reducido en el caso de Francia (5), mientras que presenta una magnitud apreciable en el caso de España. En concreto, el nivel de productividad del trabajo en España era, en 1970, inferior al 75% de la media europea (71% en relación con Francia), diferencial que se habría reducido hasta situarse en 8 pp en 1996 (14 pp en relación con Francia). El débil crecimiento de la productividad del trabajo que ha caracterizado a la economía española en la segunda mitad de la década de los noventa se ha plasmado en una senda divergente de los niveles de productividad en relación con los principales países europeos (véase gráfico 2.2).

La *ratio* empleo / población en edad de trabajar, que tanto en España como en Francia se situaba por encima de la media europea antes de la primera crisis del petróleo, experimentó un descenso en ambos países a lo largo del período analizado. Sin embargo, la caída de esta *ratio* tuvo una magnitud muy diferente en los dos países, siendo la reducción bastante suave en el caso de Francia, mientras que en España acusó con gran intensidad la década de débil crecimiento económico (1975-1984) y la breve pero profunda recesión de 1992-1994. El fuerte descenso en el porcentaje de ocupados en relación con la población en edad de trabajar que tuvo lugar desde mediados de los setenta a 1985 fue consecuencia, principal-

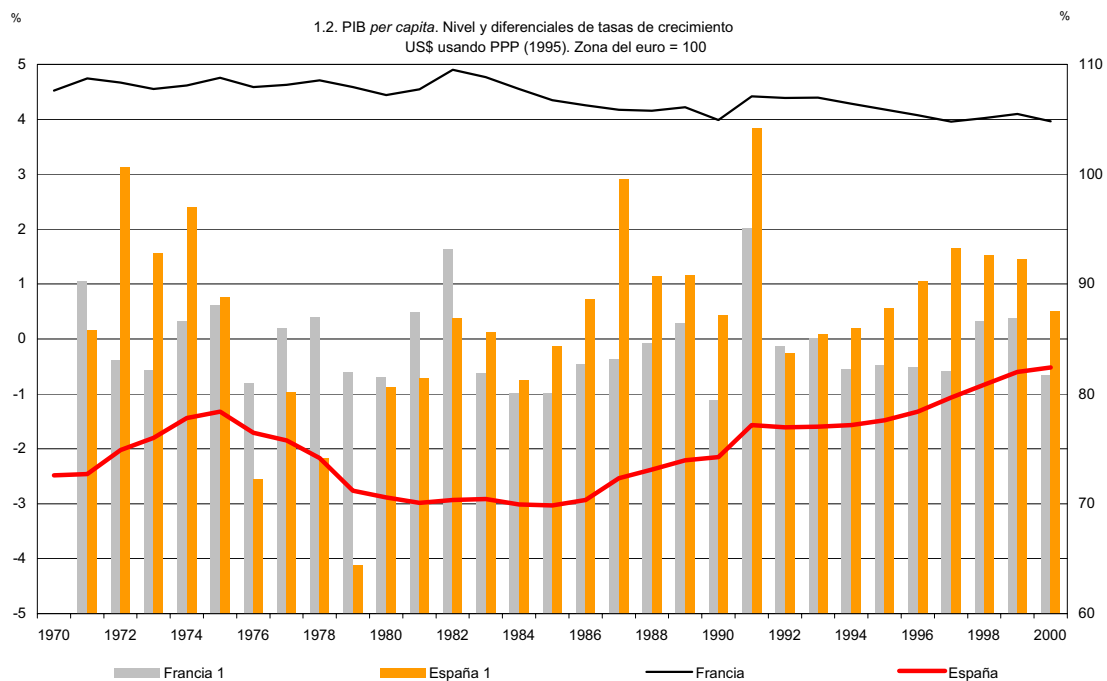
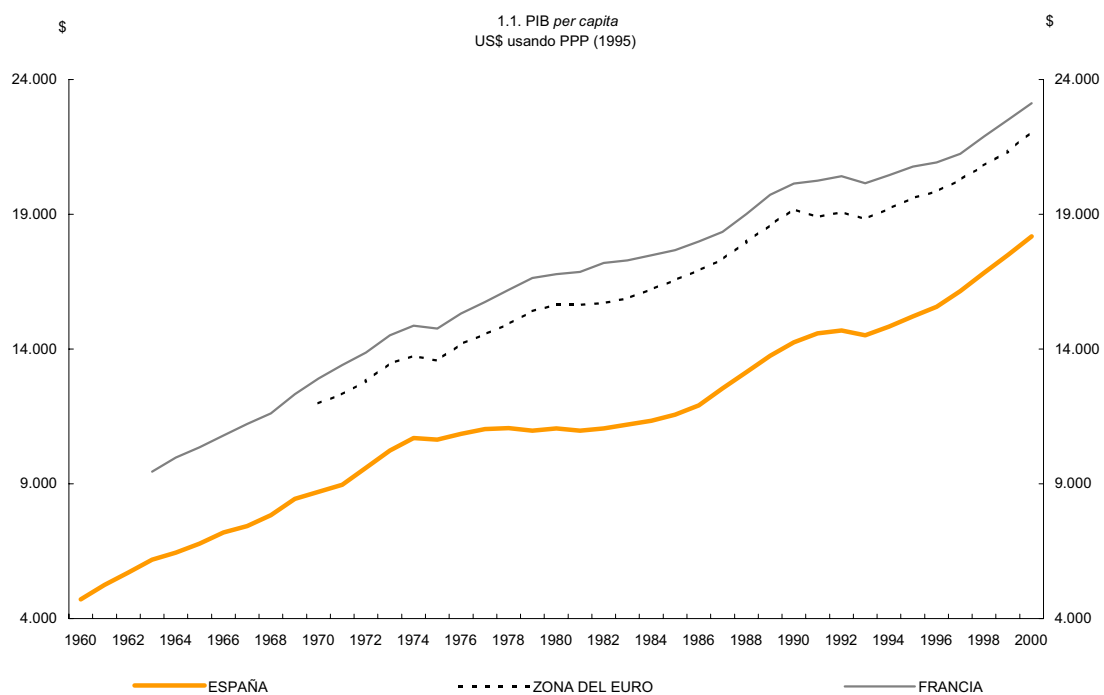
(3) Cabe recordar que en la década de los sesenta el crecimiento de la economía española fue aún mayor; de hecho, el inicio del proceso de convergencia se produjo a principios de esa década. Los datos de Francia comienzan en 1963. El diferencial de crecimiento de la economía española en los años sesenta se cifra en 0,5 pp con relación a Francia.

(4) La correlación entre la tasa de crecimiento de Francia y la zona del euro a lo largo del período 1970-1997 es de 0,86, mientras que la correlación entre España y la zona del euro es de solo 0,64. La desviación estándar del diferencial de crecimiento con relación al área del euro es de 0,77 para Francia y de 1,77 para España en el período 1979-1997.

(5) La productividad del trabajo en el área del euro durante el período 1970-2000 registró una tasa de crecimiento acumulativo del 1,9%, siendo del 2% en Francia y del 2,6% en España a lo largo del mismo período.

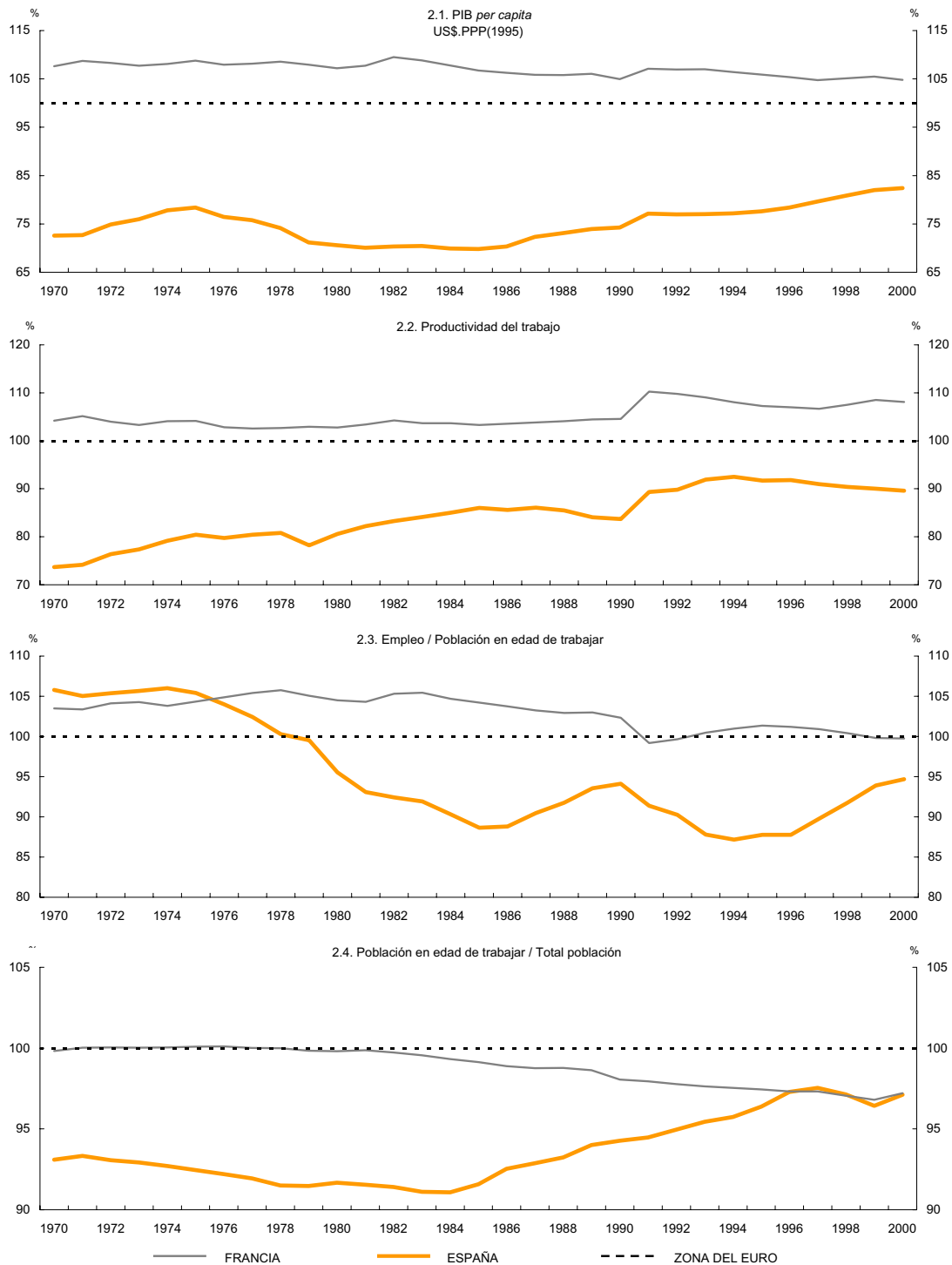
GRÁFICO 1

PIB PER CAPITA



Fuente: Base de datos ADB de la OCDE.

FACTORES DE LA EVOLUCIÓN DEL PIB PER CAPITA (ZONA EURO = 100)



Fuente: Base de datos ADB de la OCDE.

CUADRO 1

CRECIMIENTO DEL PIB *PER CAPITA* Y SUS COMPONENTES

ESPAÑA	1970-1975	1976-1985	1986-2000	1970-2000
PIB <i>per capita</i>	4,1	1,0	3,1	2,5
Productividad del trabajo	4,7	2,8	1,6	2,6
Empleo / Población en edad de trabajar	-0,5	-2,3	1,0	-0,4
Población en edad de trabajar / Poblac. total	-0,1	0,6	0,4	0,4
FRANCIA	1970-1975	1976-1985	1986-2000	1970-2000
PIB <i>per capita</i>	2,7	1,8	1,8	2,0
Productividad del trabajo	2,9	2,2	1,6	2,0
Empleo / Población en edad de trabajar	-0,3	-0,8	0,3	-0,2
Población en edad de trabajar / Poblac. total	0,1	0,5	-0,1	0,1
ZONA DEL EURO	1970-1975	1976-1985	1986-2000	1970-2000
PIB <i>per capita</i>	2,5	2,0	1,9	2,1
Productividad del trabajo	2,9	2,2	1,3	1,9
Empleo / Población en edad de trabajar	-0,4	-0,7	0,6	-0,1
Población en edad de trabajar / Poblac. total	0,0	0,6	0,1	0,2

Fuente: Base de datos ADB de la OECD.

mente, de la intensa caída del nivel de empleo; entre 1970 y 1985, la economía española destruyó 1,2 millones de puestos de trabajo netos, lo que supuso que en 1985 el nivel de empleo fuera inferior en un 10% al existente en 1970. Además, en España, la tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar superaba a la de Francia, tendencia que se deriva de dos factores: por una parte, en estos años se produjo el final del proceso de emigración, como consecuencia de la crisis europea (6); y, por otra parte, se produjo la entrada en el mercado de trabajo de la generación del *boom* demográfico. En el conjunto de las tres décadas, la *ratio* empleo / población en edad de trabajar pasó del 67% en 1970 (106% en relación con la zona del euro) al 59% en 2000 (95% del nivel en el área del euro), habiendo registrado cambios profundos a lo largo de los años; en 1985 alcanzó un mínimo del 51% (89% en términos relativos). La recuperación económica de la segunda mitad de los años ochenta impulsó la creación de empleo, situando el porcentaje de ocupados en relación con la población de 16 a 64 años en el 56% en 1990 (94% de la media europea), porcentaje que sufrió un nuevo retroceso en la recesión de los primeros años noventa y una intensa recuperación en los últimos años como consecuencia del gran dinamismo registrado en la creación de empleo y de la creciente incorporación de las mujeres al mercado de trabajo.

El tercer factor explicativo de la evolución del PIB *per capita* es la tendencia en la población en edad de trabajar como porcentaje de la población total, la cual puede considerarse como una medida global de los recursos humanos potenciales de un país. En Francia esta variable ha experimentado un suave aumento a lo largo de los últimos treinta años; desde el 62% registrado en 1970 al 65% observado en 2000, lo que supone un ligero descenso cuando se contrasta con el conjunto de la zona del euro (desde el 100% en 1970 al 97% en 2000). En España el crecimiento de la población en edad de trabajar ha sido mucho más intenso, desde el 58% en 1970 al 65% en 2000; lo que implica que en el año 2000 se había cerrado prácticamente el diferencial de 7 pp que, en relación con el área del euro, existía a principios de los años setenta.

(6) El flujo de emigrantes españoles a los países europeos fue muy importante a lo largo de los años sesenta. La *ratio* de migración bruta anual se situaba en torno al 0,3%, siendo las migraciones netas aproximadamente la mitad de esa cifra durante aquellos años. A partir de 1973, los flujos brutos descendieron drásticamente y la migración neta cambió de signo, reflejando el fenómeno del retorno de los emigrantes.

PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO, SUSTITUCIÓN DE PTF Y *RATIO* CAPITAL/TRABAJO

ESPAÑA	1970-1975	1976-1985	1986-2000	1970-2000
Productividad del trabajo	4,9	3,4	1,4	2,7
Contribución de la <i>ratio</i> capital / trabajo	2,1	1,9	0,7	1,3
Productividad total de los factores (PTF)	2,8	1,6	0,7	1,4
FRANCIA	1970-1975	1976-1985	1986-2000	1970-2000
Productividad del trabajo	3,3	2,4	1,8	2,3
Contribución de la <i>ratio</i> capital / trabajo	1,5	1,0	0,6	0,9
Productividad total de los factores (PTF)	1,8	1,4	1,2	1,3

Fuentes: AMECO y estimaciones propias.

La contribución de la *ratio* capital / trabajo se estima usando el peso del coste laboral en el valor añadido en 1995.

En el cuadro 1 se resumen las características del proceso de crecimiento. La característica más destacable es que, desde una perspectiva de largo plazo, ha coexistido con una destrucción neta de puestos de trabajo en las tres áreas geográficas analizadas. El crecimiento se ha sustentado en las ganancias de productividad, es el conocido fenómeno de *crecimiento sin empleo* que ha caracterizado a la economía europea en las últimas décadas. En el caso de España, estos rasgos generales se ven acentuados: las ganancias de productividad han sido mayores que en el conjunto de países europeos, y la caída del empleo, en porcentaje de la población en edad de trabajar, ha revestido una mayor intensidad relativa. En otras palabras, entre 1970 y 2000 la economía española ha convergido hacia la media de países europeos, pese a que el peso del empleo sobre la población en edad de trabajar se ha reducido en 8 pp (desde el 67% en 1970 al 59% en 2000, lo que, en términos relativos, supone pasar del 106% al 95% de los niveles europeos). La convergencia se ha basado fundamentalmente en las ganancias de productividad. Tal y como se muestra en el gráfico 2, los 18 pp en que se cifra el desfase en el PIB *per capita* existente entre España y la zona del euro en el año 2000 se pueden descomponer en un diferencial de 10 pp en la productividad del trabajo, 5 pp por la diferencia en la *ratio* de ocupados / población en edad de trabajar y los 3 pp restantes por la fracción de población en edad de trabajar. En la sección siguiente se analiza con cierto detalle cuáles son las variables que determinan la evolución de la productividad del trabajo.

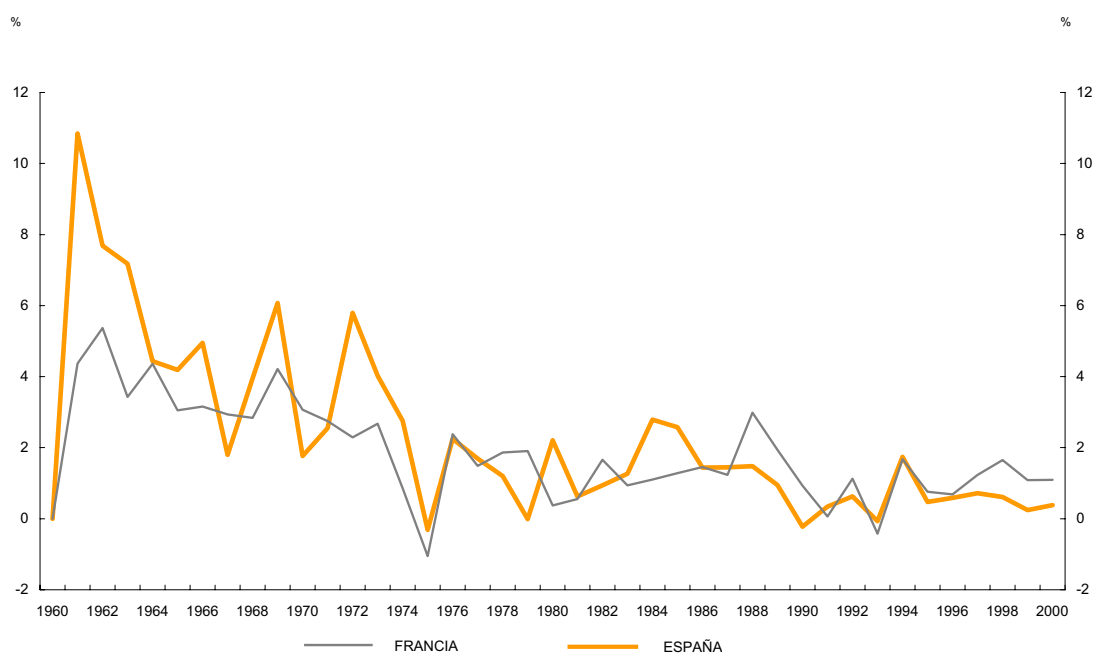
4. LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO Y SUS DETERMINANTES

Dado el papel central desempeñado por la productividad del trabajo en la explicación del proceso de crecimiento, parece necesario analizar cuáles son sus determinantes. La productividad del trabajo es una aproximación al nivel de eficiencia alcanzado por una economía, y su evolución depende del nivel de la *ratio* capital/trabajo y de una medida del progreso tecnológico sintetizada por la productividad total de los factores (PTF).

En el cuadro 2 se presenta la descomposición del crecimiento de la productividad del trabajo en sus dos determinantes, donde se pone de manifiesto que el mayor crecimiento de la productividad del trabajo en la economía española, en relación con la francesa, en el período 1970-2000 responde básicamente a una mayor contribución de la *ratio* capital / trabajo, es decir, el proceso de sustitución de trabajo por capital ha sido más intenso en España, mientras que el ritmo de avance de la productividad total de los factores ha sido de una magnitud similar en los

GRÁFICO 3

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES. TASAS DE CRECIMIENTO



Fuente: Base de datos ADB de la OCDE.

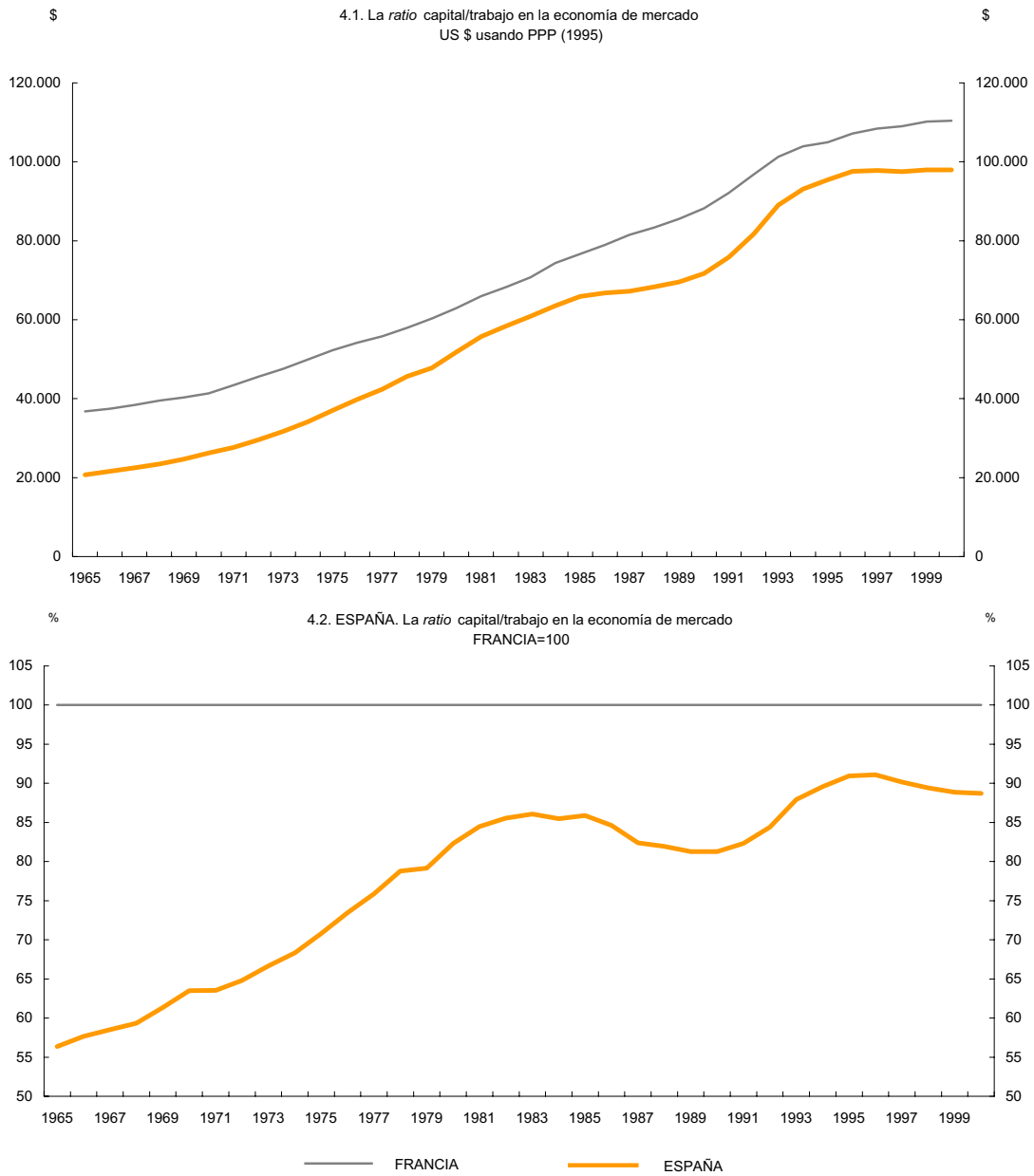
dos países. Cabe señalar que la evolución de la PTF ha sido más estable en Francia (véase gráfico 3) y que en los últimos cinco años el avance en la PTF ha sido particularmente reducido en España. Antes de revisar los factores que, de acuerdo con la teoría del crecimiento, determinan la evolución de la PTF, tiene interés comentar brevemente cuáles han sido las principales tendencias en el proceso de capitalización de la economía de los dos países. En el gráfico 4 se muestra la evolución de la *ratio* capital / trabajo en Francia y en España (7). En el primero esta *ratio* casi se triplicó entre 1970 y 2000, mientras que en España la capitalización fue más intensa, multiplicándose por cuatro en el período de treinta años. La convergencia de la economía española hacia los niveles de capitalización existentes en Francia fue particularmente rápida hasta principios de la década de los ochenta y especialmente en los años sesenta. En su conjunto, el proceso de capitalización permitió aminorar considerablemente el desfase de la *ratio* capital / trabajo de la economía española, desde el 60% al finalizar la década de los sesenta hasta el 90% en 2000.

La razón que explica el rápido avance en la *ratio* capital / trabajo registrada hasta el inicio de los años ochenta no se encuentra en la existencia de una gran diferencia en la tasa de inversión de los dos países (de hecho, la tasa de inversión privada no residencial fue inferior en España que en Francia hasta 1972, y solo la superó ligeramente en el período 1973-1982), sino en el atraso relativo de la economía española al inicio del período de análisis (8). A partir de 1986, la tasa de inversión privada española se ha situado permanentemente por encima de la francesa, siendo la diferencia particularmente elevada desde 1996, período en que la media de la tasa de inversión privada no residencial española se situaba en el 14,3% del PIB, frente al 11,4% registrado en Francia.

(7) No se dispone de datos sobre el *stock* de capital en la zona del euro ni en el conjunto de la UE.

(8) La explicación se encuentra en que, bajo el supuesto de rendimientos decrecientes del capital, la misma tasa de inversión genera un mayor crecimiento del *stock* de capital en el país más atrasado.

RATIO CAPITAL-TRABAJO



Fuente: Base de datos ADB de la OCDE.

CUADRO 3

DETERMINANTES DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

ESPAÑA	1971	1981	1991	1998
Capital humano				
Número medio de años de escolarización de la población en edad de trabajar	5,8	6,4	7,5	8,7
Gasto en educación (como % del PIB)	--	--	4,7	5,3
Capital tecnológico				
Gasto en I+D (% del PIB)	--	0,4	0,8	0,9
Empresas	--	0,2	0,4	0,4
AA.PP.	--	0,2	0,4	0,4
Otros sectores nacionales + no residentes	--	0,0	0,1	0,1
Infraestructuras				
FRANCIA	1971	1981	1991	1998
Capital humano				
Número medio de años de escolarización de la población en edad de trabajar	8,8	9,6	10,0	10,6
Gasto en educación (como % del PIB)	--	--	5,7	6,2
Capital tecnológico				
Gasto en I+D (% del PIB)	--	1,9	2,4	2,2
Empresas	--	0,8	1,0	1,2
AA.PP.	--	1,0	1,2	0,8
Otros sectores nacionales + no residentes	--	0,1	0,2	0,2
Infraestructuras				
UNIÓN EUROPEA	1971	1981	1991	1998
Capital humano				
Número medio de años de escolarización de la población en edad de trabajar	--	--	--	--
Gasto en educación (como % del PIB)	--	--	--	--
Capital tecnológico				
Gasto en I+D (% del PIB)	--	1,7	1,9	1,8
Empresas	--	0,8	1,0	1,0
AA.PP.	--	0,8	0,8	0,7
Otros sectores nacionales + no residentes	--	0,1	0,1	0,2
Infraestructuras				

Fuentes: Education at a glance, OCDE (2001) y Science Technology and Industry Scoreboard, OCDE.

5. LOS DETERMINANTES DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

Tal y como se mencionaba en la sección 4, la PTF supera a la productividad del trabajo como indicador del potencial de crecimiento de una economía, ya que su evolución hace abstracción de los cambios en los *inputs* (factor trabajo y capital físico), centrándose en el grado de eficiencia con que estos factores de producción son combinados. En este sentido, la diferencia entre la productividad del trabajo y la *ratio* capital / trabajo proporciona una medida de la eficiencia en la utilización de los factores primarios. De acuerdo con la teoría del crecimiento económico, esta diferencia vendría explicada por el nivel del *stock* de capital tecnológico, el capital humano y las infraestructuras. En el cuadro 3 se presenta una serie de indicadores que aproximan los niveles de esas variables en los dos países.

Uno de los principales determinantes del uso eficiente de los *inputs* primarios es el capital humano. El mecanismo por el cual el nivel de capital humano impulsa el crecimiento económico es doble: por una parte, el nivel de conocimientos y la formación de la fuerza de trabajo tienen un impacto directo sobre la productividad del trabajo; por otra, el capital humano incide sobre los

rendimientos del capital físico y tecnológico, y de este modo repercute de forma indirecta sobre el nivel de productividad del trabajo. En el cuadro 3 se utiliza el número medio de años de escolarización de la población en edad de trabajar como una aproximación al nivel de capital humano (9). En 1971, el español medio con edad comprendida entre 16 y 64 años había estado escolarizado durante un período de apenas seis años, tres años menos que el francés medio del mismo grupo de edad. A lo largo de los casi treinta años transcurridos entre 1971 y 1998, el nivel educativo aumentó en Francia en una media de 0,7 años por década, mientras que en España el crecimiento fue algo superior, de 1,1 años por década. Nótese, sin embargo, que, pese a la existencia de un proceso de convergencia, los últimos datos disponibles correspondientes a 1998 apuntan a la persistencia de una diferencia sustancial en el número de años de escolarización de la población en edad de trabajar en los dos países. En el cuadro 3 se ha incluido un indicador adicional que mide la cantidad de recursos destinados a la educación (tanto pública como privada) como una aproximación al esfuerzo realizado en la inversión en capital humano en ambos países (10). En 1998, el gasto total en educación en España (5,3%) se situaba por debajo de la media de la OCDE (5,8%), siendo mayor la diferencia con Francia (6,2%).

El gasto en I+D debe ser considerado como una inversión en conocimiento que puede plasmarse en la utilización de nuevas tecnologías y en formas más eficientes de utilización de los recursos disponibles de capital físico y humano. Tal y como se muestra en el cuadro A.1.3, se estima que el gasto total en I+D en España se situaba en el 0,9% del PIB en la década de los noventa, cifra muy alejada de los recursos destinados a I+D en la mayoría de los países europeos y que, en particular, representa tan solo el 40% del nivel registrado en Francia en el año 1999 (último año disponible). Es necesario distinguir entre el gasto en I+D realizado por las empresas y el gasto público en I+D, ya que pueden incidir de diferente forma en la evolución de la PTF. Si, por ejemplo, el gasto público en I+D se destina a la realización de mejoras en áreas no relacionadas directamente con el crecimiento (como, por ejemplo, defensa e investigación médica), entonces el impacto de este gasto sobre el crecimiento será difuso y lento. Teniendo esto en cuenta, se puede concluir que no solo es que la magnitud del gasto en I+D sea muy escasa en España en relación con otros países europeos, sino también que se distribuye de forma diferente; mientras que en España el 49% de la inversión en I+D es realizada directamente por las empresas, en Francia este porcentaje es superior, alcanzando el 54% del gasto total en I+D.

(9) Nótese que esta variable es una medida muy burda de capital humano, dado que tan solo se computan los años de educación formal —no tomándose en cuenta, en particular, la formación recibida por los trabajadores dentro de las empresas— obviando el hecho de las posibles diferencias de calidad entre países de esta educación formal, así como otras dimensiones importantes del capital humano.

(10) Nótese que hay muchos factores que influyen sobre esta variable. Por ejemplo, un país podría tener un bajo nivel de gasto en educación, bien porque haya pocos alumnos en el sistema educativo, o bien porque su provisión de servicios educativos sea particularmente eficiente.

ANEXO II

MERCADO DE TRABAJO
EN FRANCIA Y ESPAÑA (*)

(*) Este anexo, traducción al español de la versión inglesa editada en octubre de 2002, se redactó con la información disponible y la regulación existente hasta diciembre de 2001.

I. INTRODUCCIÓN

Este anexo informa de los principales aspectos de los mercados de trabajo francés y español, con el propósito de comprender mejor el comportamiento del empleo en estos dos países en los últimos años. Específicamente, las características de los mercados de trabajo tratadas en este anexo son las siguientes:

- Edad mínima
- Salario mínimo
- Fin del contrato
- Despido colectivo
- Convenio colectivo
- Horas extra
- Empresas de trabajo temporal
- Medidas recientes en el mercado de trabajo: En Francia cabe destacar las 35 horas semanales, y en España, medidas que contribuyen a hacer más flexible el mercado de trabajo.
- Tipos de contrato en cada país.

2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE TRABAJO FRANCÉS

	Aspectos legales	Otros aspectos								
Edad mínima para trabajar	<ul style="list-style-type: none"> Los niños no pueden trabajar antes de alcanzar la edad mínima para dejar la escuela (16 años). 	<ul style="list-style-type: none"> A los jóvenes menores de 18 años no les está permitido trabajar en tareas que sean peligrosas o más allá de sus fuerzas. No se les permite trabajar en actividades inmorales, trabajar en bares ni trabajar por la noche. 								
Salario mínimo estatutario (SMIC)	<ul style="list-style-type: none"> El SMIC (<i>saiaire minimum interprofessionnel de croissance</i>) se fija por horas <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Francos/euros</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1999</td> <td>40,72 F / 6,21€ a partir de 1.7.1999</td> </tr> <tr> <td>2000</td> <td>42,02 F / 6,39€ a partir de 1.7.2000</td> </tr> <tr> <td>2001</td> <td>43,72 F / 6,67€ a partir de 1.7.2001</td> </tr> </tbody> </table>		Francos/euros	1999	40,72 F / 6,21€ a partir de 1.7.1999	2000	42,02 F / 6,39€ a partir de 1.7.2000	2001	43,72 F / 6,67€ a partir de 1.7.2001	<ul style="list-style-type: none"> El salario mínimo aumenta automáticamente por orden ministerial cada vez que el IPC sube más del 2%. Ajustado por decreto una vez al año, a partir del 1 de julio. Puede ser ajustado más de una vez al año.
	Francos/euros									
1999	40,72 F / 6,21€ a partir de 1.7.1999									
2000	42,02 F / 6,39€ a partir de 1.7.2000									
2001	43,72 F / 6,67€ a partir de 1.7.2001									
Extinción de contrato	<p>Tipos de extinción <u>Extinción unilateral</u></p> <p>1) Por iniciativa del empresario</p> <ul style="list-style-type: none"> Motivos personales <ul style="list-style-type: none"> + Insubordinación + Incumplimiento de contrato + Mala conducta + Motivos no disciplinarios Motivos económicos <ul style="list-style-type: none"> + Eliminación del puesto <ul style="list-style-type: none"> - Con eliminación de las tareas del empleado - Con redistribución de las tareas del empleado + Transformación del puesto <p>2) Por iniciativa del empleado</p> <ul style="list-style-type: none"> Dimisión: esto solo afecta al trabajo a jornada completa y al trabajo a tiempo parcial bajo contrato fijo. Es el equivalente al derecho del empresario a finalizar el contrato. Jubilación voluntaria. Baja durante el período de prueba. <p>3) Fin del contrato por mutuo acuerdo</p>	<p>Condiciones e indemnizaciones</p> <ul style="list-style-type: none"> No se requiere período de aviso en los siguientes casos: <ul style="list-style-type: none"> - Falta grave. - Empleados en período de prueba. - Fuerza mayor. - Fin del contrato por resolución judicial. <p>Los empresarios pueden eximir a los empleados de trabajar durante su período de aviso.</p> <p>⇒ Período de aviso</p> <ul style="list-style-type: none"> En caso de terminación por parte del empresario <ul style="list-style-type: none"> - Antigüedad menor de seis meses: período establecido por los acuerdos en la negociación colectiva. - Antigüedad entre seis meses y dos años: aviso mínimo un mes - Antigüedad superior a dos años: aviso mínimo dos meses. En caso de dimisión <ul style="list-style-type: none"> - El mismo período de aviso que en casos de terminación por parte del empresario. No obstante, los empleados pueden quedar exentos de avisar en ciertos casos. <p>No obstante, los empleados pueden quedar exentos de avisar en ciertos casos.</p> <p>⇒ Indemnización: Fin del contrato por el empresario</p> <ul style="list-style-type: none"> → Indemnización por el período de aviso cuando al empleado no se le requiere trabajar durante el período de aviso. → Indemnización mínima estatutaria cuando la antigüedad es de dos o más años. → 1/10 de la paga mensual por año de servicio para salarios pagados mensualmente. → Paga de vacaciones. → Indemnización suplementaria por antigüedad, dependiendo de la edad y de los años de servicio. 								

<p>Despido colectivo</p>	<p>El artículo L. 321-1 del Código de Trabajo francés afirma que «el despido requiere la destitución por parte de un empresario por una o más razones no imputables a los empleados como resultado de la supresión o transformación de sus puestos o a sustanciales modificaciones en su contrato de trabajo debido a problemas económicos o al desarrollo tecnológico».</p> <p>Viendo esta definición legal, la regulación de empleo se produce si el despido</p> <ul style="list-style-type: none"> - No se debe a la persona del trabajador. - Es el resultado de la eliminación o transformación del puesto de trabajo o de una modificación sustancial en algún elemento de dicho contrato. - Se debe a problemas empresariales, al desarrollo tecnológico o a una reestructuración. <p>Plan social</p> <p>Los planes sociales están destinados a evitar la regulación de empleo o a limitar el número de despidos y facilitar la redistribución de los trabajadores cuyos despidos no pueden ser evitados (empleados mayores, etc.).</p> <p>Plan social reglamentario: en caso de despido de 10 o más empleados en empresas con 50 o más empleados.</p>	<p>Obligaciones de los empresarios</p> <p>Antes de recurrir al despido, los empresarios deben:</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>Tratar de recolocar</u> en otros lugares o en otras empresas del grupo a los empleados. - <u>Ofrecer un contrato de reciclaje</u>. - <u>Informar y consultar</u> a los representantes de los trabajadores. - <u>Notificar al gobierno</u> (al responsable de empleo de la región). - <u>Notificar el despido</u> al empleado mediante carta certificada. <p>Medidas de apoyo para el desempleo</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Contratos de reciclaje. ▪ Contratos de jubilación anticipada / desempleo para empleados de 57 o más años. <p>Jubilación anticipada progresiva</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Reducción a la mitad de las horas de trabajo para los empleados a tiempo completo de edades comprendidas entre 55 y 65 años.
---------------------------------	--	---

Representación de los trabajadores	<p>Hay cuatro instituciones que representan a los trabajadores</p> <ol style="list-style-type: none">1. Delegados de los trabajadores<ul style="list-style-type: none">– Presentan quejas sobre pagas, tareas, condiciones de trabajo y código de trabajo francés.– Pueden llamar a los inspectores de trabajo.– Están en contacto con el comité de empresa y con la comisión de seguridad e higiene en el trabajo.2. Comité de empresa<ul style="list-style-type: none">– Debe ser consultado sobre horas de trabajo, organización, formación, despidos, etc.3. Enlaces sindicales<ul style="list-style-type: none">– Pueden presentar todo tipo de quejas al empresario y no solo las de sueldo.– Son los únicos interlocutores válidos frente a los empresarios en la negociación y ratificación de los convenios colectivos.4. Comité de seguridad e higiene<ul style="list-style-type: none">– Papel consultivo y supervisor.– Analiza los riesgos y las condiciones de trabajo.	
---	--	--

<p>Negociación colectiva</p>	<p>El convenio colectivo es un acuerdo alcanzado entre uno o más sindicatos de trabajadores y una o más patronales (o uno o más empresarios actuando individualmente). Estos acuerdos cubren todas las cuestiones relacionadas con las condiciones de trabajo, del empleo y protección social para los empleados.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Acuerdos sectoriales o de empresa <ul style="list-style-type: none"> – Acuerdos que cubren todo un sector (a nivel nacional, regional o local). – Acuerdos sobre una determinada empresa. <p>Los acuerdos sectoriales deben incluir a una o más organizaciones empresariales, mientras que los acuerdos de empresa pueden ser firmados por uno o más empresarios actuando individualmente.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Convenios colectivos y acuerdos <p>El convenio colectivo (para un sector o una empresa) debe cubrir todos los asuntos relacionados con las condiciones de trabajo y los beneficios sociales, mientras que un acuerdo colectivo solo cubre una de estas cuestiones.</p> ➤ Acuerdos sectoriales e intersectoriales <ul style="list-style-type: none"> ▪ Los acuerdos sectoriales e intersectoriales tratan de un asunto dado, pero atañen o a los empleados que trabajan en un determinado sector o a los empleados de todos los sectores, como sus nombres indican. ▪ Las negociaciones dentro de la empresa con los enlaces sindicales pueden tratar todos los asuntos relacionados con el estatus de los trabajadores (condiciones de trabajo y beneficios sociales). La elección de las cuestiones que se han de negociar corresponde al empresario y a los enlaces sindicales. ▪ Las negociaciones son obligatorias en todas las empresas donde se han constituido uno o más sindicatos o, en otras palabras, en empresas donde han sido designados uno o más enlaces sindicales. 	<p>En los años sesenta la política francesa de negociación colectiva significó un aumento de los salarios reales en relación directa con el crecimiento de la productividad.</p> <p>En los años ochenta, la política de negociación colectiva tuvo que hacer frente a las siguientes cuestiones: mejora de los beneficios empresariales mediante moderación salarial, asegurando la creación de nuevos empleos.</p> <p>La política de negociación colectiva debería reemplazar paulatinamente al tipo de cambio como principal parámetro de ajuste en la Unión Europea.</p> <p>Importancia de la negociación colectiva en el proceso actual de reducción de las horas de trabajo</p> <p>En Francia, los cambios en las horas de trabajo son fruto de la legislación, a diferencia de otros países europeos, donde tales cambios son resultado de la negociación de los contratos y de los convenios colectivos realizados para todo el país o para un sector.</p> <p>La Ley Aubry para reducción de la semana laboral se ha diseñado para ajustar los diferentes niveles en que se aplica un convenio colectivo y crear un vínculo entre la elaboración de leyes y las negociaciones con las dos partes del sector, en particular, los representantes de los empleados. El procedimiento de mandato hace posible que un sindicato con representatividad nacional dé poderes a un empleado de una empresa sin enlaces sindicales para negociar y firmar un acuerdo de reducción de horas de trabajo.</p>
-------------------------------------	---	--

Reducción de horas de trabajo	<p>La jornada diaria de trabajo para los empleados adultos (mayores de 18 años) no puede superar las 10 horas (Código de Trabajo, artículo L-212-1).</p> <p>Ley 96-502, de 11 de junio de 1996, para el fomento del empleo reduciendo las horas de trabajo por contrato (Ley Robien). Decreto aplicado: 14 de agosto de 1996</p>	<p>Objetivo: promover la implantación en prueba de horarios de trabajo más reducidos para fomentar el empleo, ofreciendo a los empresarios recortes duraderos en impuestos y contribución. La reducción en la contribución de los empresarios es del 40% el primer año y del 30% en años sucesivos cuando las horas de trabajo colectivas se reducen en el 10% o más. Y son del 50% el primer año y del 40% en los siguientes años cuando las horas de trabajo colectivas se reducen en un 15% o más.</p>			
	<p>Ley 98-461, de 13 junio de 1998 (1.ª Ley Aubry), la cual revoca el Acta 96-502, de 11 de junio de 1996.</p> <p>Esta Ley orienta e incentiva la reducción de las horas de trabajo. Traslada a la ley francesa la Directiva 93/104/EC, relativa a ciertos aspectos de la organización del tiempo de trabajo. El objetivo es reducir la semana laboral reglamentaria a 35 horas a partir del 1 de enero de 2000 para las empresas con más de 20 empleados y a partir del 1 de enero de 2002 para las demás empresas.</p> <p>Esta Ley introdujo un primer párrafo en el artículo L-212-4 del código de trabajo que estipula que las horas de trabajo efectivas son «horas en las que los empleados están a disposición del empresario y deben seguir las instrucciones de este sin poder ocuparse de sus propios asuntos».</p>	<p>Esta Ley establece varias medidas para estimular a los empresarios a reducir las horas de trabajo en sus empresas antes de la fecha tope establecida por el convenio colectivo. Podrían recibir ayudas económicas las empresas que han firmado acuerdos con las siguientes condiciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Reducción en las horas de trabajo de un 10% o más, con nueva contratación equivalente al 6% o más de la plantilla (medidas «ofensivas»). – Reducción de las horas de trabajo para evitar despidos (medidas «defensivas»). <p>Este apoyo del gobierno se muestra en la reducción de las contribuciones de los empresarios a la seguridad social.</p>			
	<p>Ley 2000-37, de 19 de enero de 2000: entró en vigor el 1 de febrero de 2000. Se llama la 2.ª Ley Aubry sobre semana laboral de 35 horas y trata de la reducción negociada de las horas de trabajo.</p>	<p>El principal objetivo de la Ley es favorecer la flexibilidad y, por tanto, los convenios colectivos. El Acta promueve la acción de los representantes de los empresarios y de los trabajadores. Establece sus propias medidas de apoyo para las empresas que acorten sus horas de trabajo semanal. Este apoyo viene en forma de reducciones duraderas en las contribuciones a la seguridad social. Para reunir los requisitos, las empresas deben aplicar un convenio colectivo con 35 horas de trabajo semanal o 1.600 horas de trabajo al año, junto con el compromiso de crear nuevos puestos o proteger los existentes. Esta Ley trata todas consecuencias y repercusiones que en la práctica se producen en el cambio a las 35 horas semanales reglamentarias y, en particular, el impacto en el cálculo del pago de las horas extra.</p>			
Incentivos para los pequeños negocios que reduzcan las horas de trabajo en 2001 (cantidad por empleado y año)					
	Importe en francos franceses			Reducciones en las contribuciones de los empresarios en los sueldos medios y bajos (importes / cantidades redondeadas al alza en francos franceses)	
	1.º año	2.º a 5.º años	6.º y siguientes años	Salario mensual bruto	Reducciones mensuales
10% reducción	6.000	5.000	4.000	6.982	1.818
				7.560	1.550
				8.260	1.275
15% reducción	10.000	9.000	7.500	8.940	1.050
				9.620	856
				10.320	683
Complemento*	1.000	1.000	-	11.020	532
				11.700	403
				12.587	-

* Nuevas contrataciones bajo contrato permanente, contratación de jóvenes o de personas con dificultades.

Horas extra	<p>Las horas extra son el tiempo efectivo trabajado por encima de las horas de trabajo reglamentarias. Límite: 130 horas por empleado y año (Decreto 2000-82, de 31 de enero de 2000)</p> <p>Horas extra entre 35 y 39 horas</p> <p>– Empresas afectadas en 2000 y 2001: solo las empresas con más de 20 empleados se ven afectadas en 2000 y 2001. La semana laboral reglamentaria para estas empresas es de 35 horas a partir del 1.1.2000.</p> <p>– Horas libres además de la paga por horas extra</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Normas transitorias: 10% de paga extra. Se aplican hasta la aprobación de las normas finales:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Del 1.2 al 31.12 de 2000 para las empresas con una semana laboral reglamentaria de 35 horas a partir del 1.1 de 2000 (más de 20 empleados). • Del 1.1 al 31.12 de 2002 para las empresas con una semana laboral reglamentaria de 35 horas a partir del 1.1 de 2002 (menos de 20 empleados). <p>Durante el período de transición, los trabajadores deberán recibir un 10% de paga extra por las horas 35 a 39 trabajadas durante la semana (Ley 2000-37, de 19 de enero de 2000, art. 5, IV y V).</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Normas finales: paga extra del 25%. Las normas finales entrarán en vigor después de que el período de transición termine.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 1.1 de 2001 para las empresas con una semana laboral reglamentaria de 35 horas a partir del 1.1 de 2000 (más de 20 empleados). • 1.1 de 2003 para las empresas con una semana laboral reglamentaria de 35 horas a partir del 1.1 de 2002 (menos de 20 empleados). <p>Las normas finales entrarán en vigor a partir de estas fechas: los trabajadores recibirán un 25% de paga extra por las horas 35 a 39 de trabajo a la semana. (Código de Trabajo, art. L-212-5, I).</p> <p>Horas extra que excedan de 39</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Empresas con una semana reglamentaria de 35 horas a partir de 2000</p> <ul style="list-style-type: none"> • 25% de paga extra para las 40 a 43 horas trabajadas. • 50% de paga extra para las horas trabajadas después de la 43. <p style="padding-left: 20px;">b) La normativa anterior aún está en vigor en las empresas con una semana laboral reglamentaria de 39 horas en 2000 y 2001.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 25% de paga extra para las 40 a 47 horas trabajadas. • 50% de paga extra para las horas trabajadas después de la 47. <p>Horas libres reglamentarias adicionales a la paga extra</p> <p>Las horas libres se calculan como un porcentaje de las horas extra trabajadas. Son una compensación obligatoria además de la paga extra.</p>					
	Cuota anual de horas extra	Paga por hora extra				
			36 a 39 horas	40 a 43 horas	44 a 47 horas	48 horas y más
	130 horas por encima de la 39 hora semanal	2001	-	+25%	+25%	+50%
2003	130 horas por encima de la 37 hora semanal	2002	+10%	+25%	+50%	+50%
2004	130 horas por encima de la 35 hora semanal	2003	+25%	+25%	+50%	+50%

<p>Empresas de trabajo temporal</p>	<ul style="list-style-type: none"> – 3 de enero de 1972: primera Ley que regula el trabajo temporal. – Se requiere una licencia para abrir una ETT. – ETT restringidas por ley a proveer trabajadores temporales (Ley de 3 enero de 1972). – Prohibición del trabajo temporal en ciertas industrias. – Las ETT deben constituir un fondo de garantía (Ley de 2 de enero de 1979). Este fondo está destinado a asegurar el pago de los salarios y las contribuciones a la seguridad social si una ETT quiebra. Las dotaciones a este fondo se hacen a través de unos organismos acreditados. – Las ETT deben proporcionar a la empresa cliente un certificado de los organismos de la seguridad social que acredite el pago de las contribuciones. – Contratos de puesta a disposición: contratos entre la empresa cliente y la empresa de trabajo temporal, que no se deben confundir con el contrato entre la ETT y el trabajador temporal. – Tipos de contratos: <ul style="list-style-type: none"> • Se requiere un contrato escrito con el plazo fijado; de lo contrario, el contrato se considera como un contrato de trabajo de duración indefinida. • Límite para contratos de trabajo temporales sucesivos: pueden ser renovados una vez, pero dicha renovación puede cubrir un plazo mayor que el inicial. • Plazo máximo del empleo temporal asignado: 18 meses; incluyendo renovaciones, 24 meses en ciertos casos. – El uso de trabajadores temporales está limitado a 9 casos, incluyendo la ausencia de un trabajador, incremento temporal de la actividad, trabajo estacional, etc. – Prohibición: El uso de trabajadores temporales para reemplazar a los trabajadores en huelga. 	<p>Estatus legal específico de los trabajadores temporales</p> <p>Ordenanza de 5 de febrero de 1982 («Ordenanza Auroux»), enmendando la Ley de 1972. La nueva legislación asimila el estatus de los trabajadores temporales con el de los de la empresa cliente, lo que asegura:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Igual paga. - Acceso a servicios para empleados. <p>Requisitos para las ETT</p> <p>Junio de 1992: el acuerdo de formación ocupacional se amplió a los empleados temporales, reconociendo su derecho a formación.</p>
--	--	--

MODALIDADES DE CONTRATACIÓN EN FRANCIA

	Duración	
	Temporal	Indefinido
1. Contratos indefinidos fijos de jornada completa [<i>contrat à durée indéterminé</i> (CDI)]: el estatus estándar en la relación empresario/ empleado.		×
2. Contratos temporales [<i>contrat à durée déterminée</i> (CDD)]: diseñados para cubrir las necesidades temporales de mano de obra, corresponden a la ejecución de una tarea específica temporal.	×	
3. Contrato de trabajo temporal: los empleados temporales pueden ser contratados bajo las mismas condiciones que los empleados con contrato indefinido. El empresario usa una empresa de trabajo temporal.	×	
4. Contrato a tiempo parcial: ayudan a hacer la gestión de la mano de obra más flexible y facilita las aspiraciones de los empleados a equilibrar su vida laboral con su vida fuera del trabajo.	×	×
5. Contratos de empleo estacional: contratos firmados para cubrir una estación.	×	
6. Contratos de formación y de reciclaje profesional: principio de alternancia de trabajo y estudio.	×	
7. Contratos fijos discontinuos (reintroducidos por la 2. ^a Ley Aubry): para los trabajos fijos que, por su naturaleza, alternan períodos de trabajo con períodos sin trabajar.		×

Fuente: *Revue fiduciaire mensuelle*. Contrato de trabajo: *Le guide de l'employeur*, 879, julio-agosto 2000.

3. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE TRABAJO EN ESPAÑA

	Aspectos legales			Otros aspectos de interés
Edad mínima	<ul style="list-style-type: none"> Prohibida la admisión al trabajo a menores de 16 años. 			<ul style="list-style-type: none"> Menores 18 años no realizarán trabajos nocturnos, ni declarados por el Gobierno como insalubres, penosos, nocivos o peligrosos para su salud y su formación profesional y humana.
Salario Mínimo Interprofesional		EUROS-PESETAS/DÍA	EUROS-PESETAS/MES	<ul style="list-style-type: none"> Se establece anualmente por el Gobierno y es aplicable a cualquier actividad, sin distinción de sexo ni edad de los trabajadores. Se computa tanto retribución en dinero como en especie. Es inembargable.
	2000	14,16 €/ 2.356 ptas.	424,8 €/ 70.680 ptas.	
	2001	14,45 €/ 2.404 ptas.	433,45 €/ 72.120 ptas.	
Extinción de contrato	<p>Tipos de extinción:</p> <p><u>Voluntad del empresario:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Despido disciplinario Causas de fuerza mayor Causas objetivas Muerte, jubilación o incapacidad del empresario Extinción de la personalidad jurídica del empresario <p><u>Voluntad del trabajador:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Desestimación sin causa justificada Desestimación con causa justificada Muerte, jubilación o incapacidad del trabajador. <p><u>Voluntad conjunta (se incluye la extinción de contratos temporales).</u></p>			<p>Indemnizaciones según el tipo de despido:</p> <ul style="list-style-type: none"> Podrá declararse judicialmente: <ol style="list-style-type: none"> Procedente: no hay derecho a indemnización. Improcedente: se readmite al trabajador o se indemniza con 45 días de salario por año, con un máximo de 42 mensualidades Nulo: readmisión inmediata del trabajador. Indemnización: 20 días de salario por año trabajado. Máx. 12 meses. Podrá declararse judicialmente procedente, improcedente o nulo. Indemnización: cantidad equivalente a un año de salario. Indemnización: 20 días salario por año trabajado. Máx. 12 meses. Necesario preaviso del trabajador. Indemnización: la que corresponde al despido declarado improcedente. Indemnización de 15 días de salario solo en el caso de muerte. No da lugar a indemnizaciones, excepto en la extinción del contrato temporal, que da lugar a una indemnización de 8 días por año trabajado.
Despido colectivo	<p>Extinción de trabajo por causas económicas, técnicas, organizativas o de producción, cuando en un período de 90 días afecte, al menos:</p> <ul style="list-style-type: none"> A 10 trabajadores en empresas de menos de 100 empleados. Al 10%, en empresas que cuenten entre 100 y 300 trabajadores A 30 trabajadores en empresas con 300 o más. 			<ul style="list-style-type: none"> Se admite cuando contribuya a superar una situación económica negativa o garantizar la viabilidad futura de la empresa. El empresario debe solicitar autorización conforme al procedimiento de regulación de empleo. Indemnización: 20 días salario por año trabajado. Máx. 12 meses.

<p>Negociación colectiva</p>	<p><u>Representantes legales:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Delegados de personal en empresas entre 10 y 15 empleados. ▪ Comité de empresa en empresas de más de 50 empleados. <p><u>Principios básicos:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ La <i>legitimidad</i> para negociar de las organizaciones sindicales y empresariales mayoritarias. ▪ La <i>eficacia general automática</i> por la que todo convenio de ámbito superior a la empresa ha de ser aplicado por todas las empresas y a todos los trabajadores que forman parte del ámbito geográfico y sectorial correspondiente. ▪ La <i>ultraactividad</i> o la extensión temporal indefinida de las disposiciones de los convenios colectivos. <p><u>Convenio colectivo:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Acuerdo suscrito entre los representantes de los trabajadores y de los empresarios para la regulación de las condiciones de trabajo. ▪ Clases: <ol style="list-style-type: none"> 1. De empresa o ámbito inferior (en 1999, el 11%). 2. De ámbito superior al empresarial: geográfico, funcional o personal (en 1999, el 89%). ▪ No concurrencia: durante la vigencia de un convenio, no podrá ser afectado por lo dispuesto en convenios de ámbito distinto, salvo pacto en contrario o por un Acuerdo Marco. ▪ Vigencia: salvo pacto en contrario, se prorrogarán de año en año. ▪ Adhesión: las partes legitimadas pueden adherirse a un convenio en vigor. ▪ Extensión: la autoridad laboral puede extender las disposiciones de un convenio a una pluralidad de empresas y trabajadores en caso de ausencia de partes legitimadas para ello. 	<p><u>Características de la negociación colectiva en España:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Centralización y atomización geográfica: Amplia cobertura del colectivo de asalariados por la cláusula de eficacia general con escasa utilidad de las cláusulas de desenganche. ▪ Crecimientos salariales muy homogéneos por ramas de actividad y vinculados a índices generales de precios, debido al carácter nacional de los sindicatos. ▪ Estructuras salariales muy rígidas con grandes dificultades para individualizar niveles salariales a través de complementos variables, lo que provoca una falta de sensibilidad cíclica que fuerza a que sea el empleo el primero en ajustarse. ▪ Comportamiento contracíclico de la deriva salarial frente al carácter procíclico en otros países donde los complementos variables tienen mayor importancia. 								
<p>Horas extraordinarias</p>	<table border="1"> <tr> <td data-bbox="506 1099 680 1166">Clases</td> <td data-bbox="680 1099 1308 1166"> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Voluntarias. ▪ Obligatorias: pactadas en convenio colectivo, contrato individual o por fuerza mayor. </td> </tr> <tr> <td data-bbox="506 1166 680 1233">Retribución</td> <td data-bbox="680 1166 1308 1233"> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Abonarlas: mínimo como la hora ordinaria. ▪ Compensarlas con descansos retribuidos. </td> </tr> <tr> <td data-bbox="506 1233 680 1268">Límites</td> <td data-bbox="680 1233 1308 1268"> <ul style="list-style-type: none"> ▪ No podrán superar 80 horas al año. </td> </tr> <tr> <td data-bbox="506 1268 680 1331">Excepciones</td> <td data-bbox="680 1268 1308 1331"> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Trabajadores a tiempo parcial, excepto fuerza mayor. ▪ Los menores de 18 años. </td> </tr> </table>	Clases	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Voluntarias. ▪ Obligatorias: pactadas en convenio colectivo, contrato individual o por fuerza mayor. 	Retribución	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abonarlas: mínimo como la hora ordinaria. ▪ Compensarlas con descansos retribuidos. 	Límites	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No podrán superar 80 horas al año. 	Excepciones	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Trabajadores a tiempo parcial, excepto fuerza mayor. ▪ Los menores de 18 años. 	
Clases	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Voluntarias. ▪ Obligatorias: pactadas en convenio colectivo, contrato individual o por fuerza mayor. 									
Retribución	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abonarlas: mínimo como la hora ordinaria. ▪ Compensarlas con descansos retribuidos. 									
Límites	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No podrán superar 80 horas al año. 									
Excepciones	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Trabajadores a tiempo parcial, excepto fuerza mayor. ▪ Los menores de 18 años. 									

<p>Empresas de trabajo temporal (ETT)</p>	<p><u>Requisitos para ejercer esta actividad:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Disponer de estructura organizativa: al menos 12 trabajadores con contratos indefinidos por cada 1.000 o fracción. ▪ Dedicarse con exclusividad a la actividad propia de ETT. ▪ Carecer de obligaciones pendientes de tipo fiscal y de Seguridad Social. ▪ Constituir garantía financiera para cumplimiento de la obligación salarial y de la Seguridad Social. <p><u>Tipos de contratos:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Contrato de trabajo entre la ETT y el trabajador para prestar servicios en empresas usuarias: <ol style="list-style-type: none"> 1. De duración determinada. 2. De duración indefinida: entregar al trabajador «orden de servicio». ▪ Contrato de puesta a disposición: realizado entre la ETT y la empresa usuaria. 	<p><u>Derechos de los trabajadores:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Los trabajadores cedidos a empresas usuarias tienen derecho a percibir, como mínimo, la retribución total establecida para ese puesto de trabajo según el convenio aplicable a la empresa usuaria (Ley 29/1999). ▪ Cuando el contrato se haya concertado por tiempo determinado, el trabajador tiene derecho a una indemnización a la finalización del contrato de puesta a disposición equivalente a 12 días de salario por año de servicio. <p><u>Obligación de las ETT:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Las ETT están obligadas a destinar un 1% de la masa salarial a la formación de los trabajadores para ser cedidos a empresas usuarias.
<p>Medidas laborales recientes</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Mayo 1997. Reforma laboral.</u> ▪ <u>Septiembre 1997. Plan plurianual de empleo (vigencia 1997-2000).</u> ▪ <u>Diciembre 1997. Incentivos para fomento de la contratación indefinida.</u> ▪ <u>Septiembre 1998.</u> ▪ <u>Noviembre 1998. Reforma de la contratación a tiempo parcial.</u> ▪ <u>Diciembre 1998. Incentivos para fomento contratación indefinida de 1999.</u> ▪ <u>Diciembre 1999. Incentivos para fomento contratación indefinida de 2000.</u> ▪ <u>Marzo 2001. Reforma laboral.</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Objetivo: fomentar la estabilidad en el empleo. ▪ Medida más importante: nuevo contrato para fomento de la contratación indefinida ▪ Objetivos: formación de los desempleados y promoción de la igualdad entre hombre, mujer y discapacitado. ▪ Bonificaciones en la cuota empresarial de la Seguridad Social en contratos indefinidos a desempleados con dificultad de acceso al mercado laboral. ▪ Bonificación 100% cuotas Seguridad Social en contratos con personas desempleadas para sustituir a trabajadores durante los períodos de descanso por maternidad. ▪ Fomento de la contratación a tiempo parcial (jornada inferior al 77% de la considerada habitual). ▪ Se bonifica por 1.ª vez el contrato indefinido a tiempo parcial. ▪ Incentivo especial a la contratación indefinida femenina. ▪ Modificación del contrato a tiempo parcial (jornada inferior a la habitual sin límite del 77%). ▪ Indemnización contratos temporales: 8 días por año. ▪ Penalización cotización SS (incremento 36% contingencias comunes), en los contratos temporales inferiores a 7 días. ▪ Bonificación del 100% en la cuota de Seguridad Social del trabajador sustituido durante el período de baja por maternidad.

MODALIDADES DE CONTRATACIÓN EN ESPAÑA

TIPO DE CONTRATO	DURACIÓN	
	Indefinida	Temporal
1. Indefinido ordinario.	X	
2. Para realización de obra o servicio determinado.		X
3. Trabajadores eventuales por circunstancias de la producción.		X
4. De trabajadores interinos.		X
5. A tiempo parcial.		
1. Común.	X ^(a)	X ^(a)
2. Para trabajos fijos discontinuos.	X	
3. De relevo y jubilación parcial anticipada.		
1. De relevo.		X
2. Jubilación parcial anticipada.	X	
6. A domicilio.	X ^(a)	X ^(a)
7. De trabajo en común y contrato de grupo.		
1. De trabajo en común.		No computa como empleado ^(b)
2. De grupo.		No computa como empleado ^(c)
3. Auxiliar asociado.	X ^(a)	X ^(a)
8. Contrato en prácticas.		X
9. Para la formación.		X
10. Para el fomento de la contratación indefinida.	X	
11. Anticipación de la edad de jubilación.	X ^(a)	X ^(a)
12. Trabajadores minusválidos.	X	
13. Empleo de determinados trabajadores (solo minusválidos).		X ^(a)

(a) Según se pacte, puede ser por tiempo indefinido o por duración determinada.

(b) Dado que los empleados ya lo son (fijos o no) en razón de otro contrato distinto.

(c) Dado que el contrato se realiza con un grupo de personas, sin existir vínculos independientes con cada una de ellas.

ANEXO III

ARRENDAMIENTO FINANCIERO
EN FRANCIA Y ESPAÑA

I. ARRENDAMIENTO FINANCIERO EN FRANCIA

Una empresa que busca invertir debe decidir no solo el tipo de equipamiento o edificio en los que desea invertir, sino también en cómo va a financiar dicho proyecto teniendo en cuenta sus restricciones financieras. Si la empresa carece de fondos propios, tratará de pedirlos prestados. Sin embargo, si ya está fuertemente endeudada o si desea realizar una gran inversión, tendrá que recurrir a un acuerdo de alquiler o de arrendamiento (*leasing*).

Entre los numerosos tipos de contratos de alquiler y *leasing* disponibles, los directores de las empresas prefieren el *leasing* financiero y el alquiler financiero. El *leasing* financiero (*crédit-bail*), una técnica de financiación introducida en los Estados Unidos alrededor de los años cincuenta, apareció por primera vez en Francia a principios de los años sesenta. El *leasing* financiero es un contrato bajo cuyos plazos se concede el uso de un activo a una tercera parte (el arrendatario) por su propietario (el arrendador) a cambio de unos pagos de cuantía determinada a lo largo de un período dado. En Francia, el *leasing* financiero está regulado en la Ley de 2 de julio de 1966. La Ley de 6 de enero de 1986 extiende su ámbito de acción al *leasing* de bienes de equipo.

La principal ventaja del *leasing* financiero para una empresa es que este le permite a la empresa invertir sin necesidad de realizar un desembolso inicial. Los *leasing* financieros pueden usarse para financiar la adquisición de bienes muebles e inmuebles, pero las empresas lo usan sobre todo para la inversión en bienes de equipo.

Son más populares en las pequeñas empresas manufactureras que en las grandes compañías. Son ampliamente usados por las PYMES, que tienen que sostener mayores requerimientos de inversión y un mayor coste del capital, y no siempre disponen de los fondos propios adecuados. Este tipo de financiación permite a las empresas seguir las últimas innovaciones tecnológicas, mientras minimizan los riesgos financieros de la inversión. Cuanto más importante es la inversión, más frecuentes son estos acuerdos.

De todos los sectores industriales, las editoriales, imprentas y el sector de la reproducción continúan haciendo el mayor uso de este tipo de financiación.

Aunque el *leasing* financiero es más caro que un préstamo bancario, tiene innegables ventajas. Primero, se consigue fácilmente y puede cubrirse todo el desembolso sin que la empresa tenga que contribuir con parte de sus fondos propios. Segundo, conservan la capacidad de la empresa para poder endeudarse, ya que el activo arrendado no aparece en el balance hasta que la opción de compra es ejercitada. Además, está sujeto a un ventajoso tratamiento fiscal, ya que

la cuota del *leasing* es considerada un gasto deducible de la base imponible. Todo esto facilita a las empresas la renovación de su planta y equipo.

Leasing financiero (crédit-bail) es una técnica usada por las empresas para financiar inversiones en bienes muebles e inmuebles. Consiste en un arrendamiento con una opción de compra unilateral por parte del arrendatario. El arrendatario tiene tres posibilidades: devolver el activo, renovar el acuerdo o ejercitar la opción de compra, pagando el valor residual del activo estipulado en el contrato. La elección del equipo o edificio incumbe al arrendatario. El arrendador delega la autoridad de comprar el activo en el arrendatario; además, el arrendatario es responsable de la supervisión de la instalación del activo y de garantizar su conformidad con lo especificado en el contrato. El arrendador cumple exclusivamente una función financiera. El arrendatario se compromete a hacer frente a los pagos en forma de renta temporal. De no hacer esto, se producirá la cancelación del arrendamiento y la aplicación de la cláusula de penalización contenida en el acuerdo. El contrato siempre estipula un período irrevocable durante el cual el activo va a ser usado: para bienes muebles, normalmente de 3 a 7 años; para inmuebles, de 15 a 20 años.

Los arrendamientos financieros difieren de los arrendamientos operativos, en que estos no incluyen un pacto de venta, y también difiere de la compra a plazos en que esta incluye un pacto recíproco de compra y venta. Son también diferentes de los créditos para comprar a plazos, donde la propiedad se transfiere inmediatamente.

Leasing financiero adosado (crédit-bail adossé) es un tipo específico de *leasing* financiero. Algunas empresas construyen o venden bienes de equipo que sus clientes prefieren alquilar en lugar de comprarlos; por ejemplo, equipos que usan una avanzada tecnología, como el IT *hardware* o la maquinaria para los trabajos públicos. Para esto se requiere una considerable cantidad de capital, y los pagos en forma de renta no son suficientes para permitir al fabricante recuperar lo suficientemente rápido el coste de la producción. Una solución para el fabricante es vender el equipo a una empresa financiera, que alquila el equipo al fabricante bajo un contrato de *leasing* financiero. El fabricante luego alquilará el equipo a sus propios clientes.

El *leaseback (cession-bail)* es un tipo de *leasing* financiero usado sobre todo para los inmuebles. Hace posible a una empresa vender uno o más inmuebles (oficinas, fábricas, etc.) a una empresa de *leasing*, la cual inmediatamente vuelve a alquilar el inmueble a la empresa bajo un acuerdo de *leasing*. El *leaseback* permite a la empresa obtener ingresos por la venta del inmueble mientras mantiene el uso del mismo, segura de que recuperará la propiedad de acuerdo con los términos del *leasing*. Este tipo de acuerdo tiene más consecuencias para la estructura financiera y para la liquidez de la empresa:

- Mejora el fondo de rotación de la empresa reduciendo sus activos fijos.
- Mejora la liquidez de la empresa.
- Incrementa los compromisos fuera del balance.
- La venta garantiza una rentabilidad, normalmente una plusvalía, que puede ser contabilizada como un ingreso fiscal, bien en varios años, o bien en un único año.

Alquiler financiero (location financière) es una técnica financiera usada para las inversiones en bienes muebles. Es un acuerdo de arrendamiento con una duración irrevocable. Estas dos características lo distinguen del *leasing* operativo. Además, el acuerdo no incluye la opción de venta unilateral a favor del arrendatario, ni indicación alguna del valor residual, que los diferen-

cia del *leasing* financiero. El arrendatario tiene tres opciones: devolver el activo, renovar el contrato de alquiler o negociar un precio con el arrendatario para adquirir el activo. El arrendador delega la autoridad de comprar el activo en el arrendatario. Y es el arrendatario quien debe mantener y llevar a cabo las reparaciones del equipo. El arrendador solo lleva a cabo una función financiera. A diferencia del *leasing* financiero, la duración de este contrato puede ser muy diferente de la duración de la vida económica del activo. Generalmente, tales acuerdos duran entre seis meses y cinco años, pero pueden llegar a durar diez años. Por lo tanto, el valor residual del activo debe ser importante. Desde una perspectiva contable, estos acuerdos no aparecen nunca como partidas fuera de balance, porque son meramente contratos de alquiler.

Contratos de alquiler a largo plazo son básicamente usados en el alquiler de vehículos. Este tipo de contrato no incluye opción de compra.

El término «*leasing financiero*» (*location financement*) abarca todos los contratos de alquiler financiero y de arrendamiento financiero. Un arrendamiento se considera financiero si se transfieren al arrendatario todos los riesgos y ventajas derivados de la propiedad de un activo cedido como contrapartida a los pagos efectuados en forma de renta. En principio, un contrato de esta naturaleza no puede ser cancelado y asegura que el arrendador recuperará el capital invertido más los intereses.

1.1. El tratamiento contable del *leasing* en Francia

Debido al hecho de que la Cuarta Directiva de la CE no establece ninguna norma para el registro de los activos arrendados, los requerimientos para la contabilización del *leasing* no están armonizados en la Unión Europea.

En general, se puede afirmar que, bajo la ley francesa, el principio de propiedad jurídica establece las bases para el registro en las cuentas individuales, mientras que en las cuentas consolidadas se puede adoptar una aproximación económica. Los estados financieros franceses contabilizan los activos en régimen de arrendamiento financiero en el balance del arrendador, y no en el del arrendatario, hasta que la opción de compra sea ejercida.

En estas condiciones, la contabilización del *leasing* en las cuentas individuales no es la misma en Francia que en España. Para cumplir con los principios contables franceses, en este estudio, los activos arrendados no se incluyen en el balance en la parte del activo y las obligaciones derivadas del arrendamiento no se incluyen en el balance en la parte del pasivo. No obstante, la información adicional proporcionada a la Central de Balances hace posible evaluar el peso del *leasing* financiero y mejorar la calidad en las comparaciones entre empresas.

Por lo tanto, la información adicional permite calcular:

- Por una parte, la *ratio* «activos en régimen de *leasing* / total balance».
- Por otra parte, el peso de las deudas por *leasing* sobre el total de deuda financiera.

1.2. Tratamiento realizado en el análisis de la Central de Balances Francesa

El concepto de propiedad aplicado a los balances en el código contable francés implica que los activos alquilados no pueden ser incluidos como activos, y las deudas derivadas del arrendamiento no se pueden incluir como un pasivo. Por lo tanto, los balances de las empresas

que arriendan activos parecen más saneados que los de las empresas que acuden a la financiación externa para comprar los activos en propiedad.

Para conseguir comparaciones más significativas del comportamiento empresarial, el *leasing* financiero está sujeto a reclasificaciones con la finalidad de analizar con más rigor la inversión y la deuda financiera.

La norma 17 de IAS propone reclasificar, distinguiendo entre la operación de adquisición y la de financiación, y contabilizándolas separadamente. Esto requeriría seguir cada contrato individualmente. La Central de Balances ha diseñado en su lugar un mecanismo de reclasificación simplificado:

- Se agruparán todos los bienes muebles y posteriormente los inmuebles, en régimen de *leasing*, en vez de considerar cada contrato separadamente.
- La cantidad del préstamo devuelto al final de cada ejercicio financiero se considera idéntico a la depreciación del activo.
- El ritmo de amortización sigue el patrón de los pagos de las cuotas.
- Los intereses se calculan como la diferencia entre la suma de todas las cuotas menos la dotación a la amortización.

El *plan de análisis funcional* usado por la Central de Balances incluye los activos fijos adquiridos bajo arrendamiento financiero. Esto hace posible depurar los diferentes niveles de ganancias, y conseguir una idea más adecuada de los flujos reales. La aproximación consiste en considerar los activos fijos adquiridos en régimen de arrendamiento financiero como si hubiesen sido adquiridos y financiados por un préstamo que debe ser devuelto durante la duración del contrato.

Las principales reclasificaciones son las siguientes:

El gasto anual por leasing financiero se divide en dos partes:

- La primera corresponde a una estimación de las dotaciones a la amortización que la empresa habría dotado si hubiera adquirido el activo fijo, en lugar de acudir al *leasing* financiero.
- La segunda parte corresponde a los gastos por intereses del préstamo imputado.

Cuando el bien en régimen de leasing se incluye en el balance, se produce:

- Un incremento en la inversión, por el valor del activo que aparece en el contrato.
- En la parte del activo, el inmovilizado material (planta y maquinaria) se incrementa por el valor del activo fijo en el contrato de *leasing* financiero.
- En el pasivo, la deuda financiera (préstamos bancarios) se incrementa en la misma cantidad

Durante la duración del arrendamiento:

Las deudas con entidades de crédito disminuyen al mismo ritmo que los pagos por la parte de capital dentro de la cuota de leasing.

2. EL LEASING FINANCIERO EN ESPAÑA

Las empresas españolas, al igual que las francesas, usan las técnicas del *leasing* para invertir y financiar sus proyectos de inversión. Todos los tipos de *leasing* que han sido enumerados en la sección anterior para Francia existen en España, y la aproximación jurídica es también la misma. Las diferencias entre los dos países se dan en las diferentes formas de contabilizar el *leasing*, siguiendo las reglas establecidas en cada plan nacional contable.

2.1. El tratamiento contable del *leasing* en España

El plan general contable español, aprobado por RD 1643/1990, establece en sus reglas de valoración una referencia específica a la contabilización del *leasing*.

«Cuando por las condiciones económicas del arrendamiento financiero no existan dudas razonables de que se va a ejercitar la opción de compra, el arrendatario debería registrar la operación en los siguientes términos establecidos en el párrafo siguiente.»

Los derechos derivados de los contratos de arrendamiento financiero a que se refiere el párrafo anterior se contabilizarán como activos inmateriales por el valor al contado del bien, debiéndose reflejar en el pasivo la deuda total por las cuotas más el importe de la opción de compra. La diferencia entre ambos importes, constituida por los gastos financieros de la operación, se contabilizará como gastos a distribuir en varios ejercicios. Los derechos registrados como activos inmateriales serán amortizados, en su caso, atendiendo a la vida útil del bien objeto del contrato. Cuando se ejercite la opción de compra, el valor de los derechos registrados y su correspondiente amortización acumulada se darán de baja en cuentas, pasando a formar parte del valor del bien adquirido.

Los gastos a distribuir en varios ejercicios se imputarán a resultados de acuerdo con un criterio financiero.

En el caso del *lease back*, cuando por las condiciones económicas de una enajenación, conectada al posterior arrendamiento financiero de los bienes enajenados, se desprenda que se trata de un método de financiación, el arrendatario deberá registrar la operación en los términos establecidos en el párrafo siguiente.

Se dará de baja el valor neto contable del bien objeto de la operación, reconociéndose simultáneamente, y por el mismo importe, el valor inmaterial. Al mismo tiempo, deberá reconocerse en el pasivo la deuda total por las cuotas más el importe de la opción de compra; la diferencia entre la deuda y la financiación recibida en la operación se contabilizará como gastos a distribuir en varios ejercicios.

En conclusión, el Plan General de Contabilidad español establece que el *leasing* financiero debe registrarse como un activo inmaterial si el activo va a ser adquirido a través de la opción de compra. Por el contrario, el plan general contable francés no contempla la activación del activo arrendado.

ANEXO IV

SISTEMAS FINANCIEROS
EN FRANCIA Y ESPAÑA (*)

(*) Este anexo, traducción al español de la versión inglesa editada en octubre de 2002, se redactó con la información disponible y la regulación existente hasta diciembre de 2001.

1. INTRODUCCIÓN

El análisis de las empresas industriales francesas y españolas, que figura en el epígrafe 3.1, debe complementarse con el del sistema financiero de ambos países, para comprender mejor algunas características de la estructura financiera de dichas empresas.

En el presente anexo se examinan los principales aspectos de los mercados financieros de los dos países y se intenta responder a las preguntas siguientes:

- 1 . ¿Qué fuentes de financiación pueden encontrar las empresas en el mercado primario? Concretamente, ¿qué clase de financiación ofrecen los intermediarios financieros a las empresas? ¿Qué valores pueden emitir las empresas y qué procedimiento de emisión deben seguir?
- 2 . ¿Cuáles son los mercados secundarios oficiales y qué condiciones deben cumplir las empresas para ser admitidas a cotización en dichos mercados?

Es importante conocer las condiciones generales de acceso a estas fuentes de financiación, en la medida en que los requisitos establecidos (su mayor o menor complejidad) pueden explicar el recurso (mayor o menor, respectivamente) a las fuentes analizadas.

2. EL SISTEMA FINANCIERO FRANCÉS

2.1. Introducción

El sistema bancario desempeña un papel importante en la financiación de la economía del país a través de los préstamos concedidos a las empresas. Sin embargo, especialmente en Francia, el crecimiento de estos préstamos ha sido moderado en la década de los noventa.

La financiación directa en los mercados financieros ha venido a competir con los créditos otorgados por las entidades de crédito. Las transformaciones del sistema bancario y financiero han tenido consecuencias en la actividad de las entidades de crédito y han dado lugar a la aparición de nuevas formas de intermediación, con el desarrollo gradual de la intermediación financiera.

2.2. El sistema bancario francés

Las entidades de crédito proporcionan financiación, captan el ahorro, son los principales participantes en el sistema de compensación y ofrecen medios de pago a sus clientes. La función tradicional de las entidades de crédito ha sido canalizar los fondos desde los agentes económicos que disponen de ahorros y desean invertirlos (especialmente, los hogares), hacia los agentes económicos que necesitan financiación a largo plazo para su crecimiento económico

CUOTA DE MERCADO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO POR CATEGORÍA JURÍDICA EN 1999

(%)

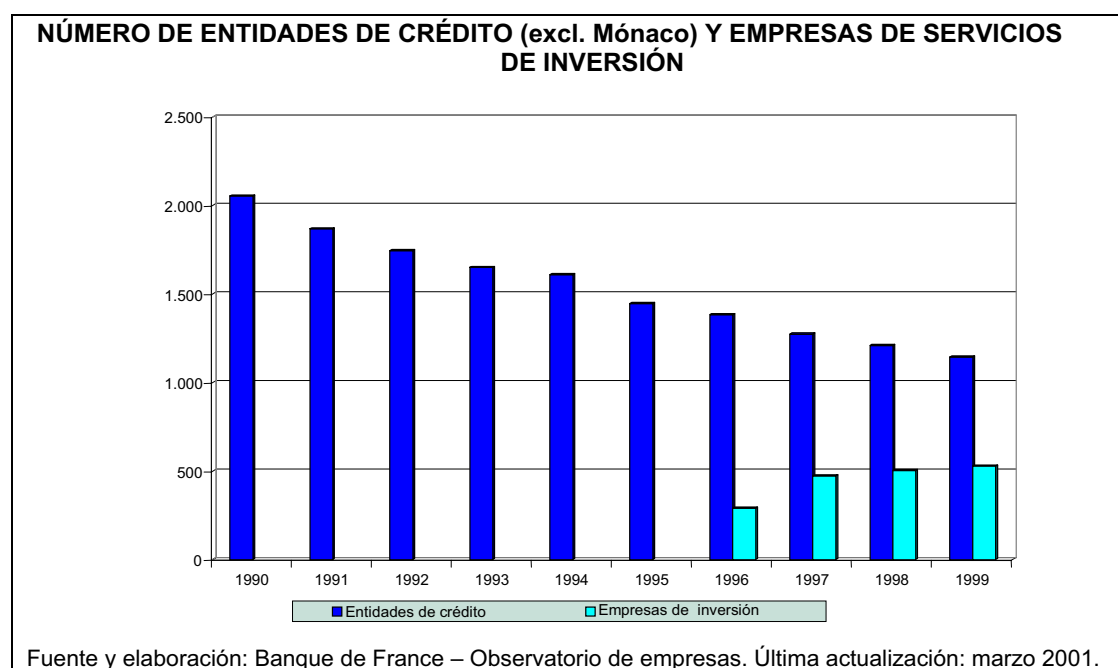
	Número	Depósitos	Créditos
Entidades pertenecientes a la Asociación			
Francesa de Banca	366	38,9	44,3
Bancos mutualistas o corporativos	121	39,8	29,5
Cajas de ahorros	31	19,8	7,6
Cajas de crédito municipales	22	0,1	0,1
Instituciones financieras	605	1,3	11,4
Instituciones financieras especializadas	24	0,1	7,1
TOTAL	1.172	100,0	100,0

Fuente: Banco de Francia.

(especialmente, las empresas). Hasta mediados de los años ochenta, el sistema bancario francés ha desempeñado un papel preponderante en la financiación de la economía del país.

El sistema bancario francés está compuesto por distintos tipos de entidades. La Ley Bancaria distingue seis categorías jurídicas de entidades de crédito. Entre 1987 y 1999, el número total de instituciones autorizadas a realizar operaciones bancarias se redujo a un 45,5%, pasando de 2.152 a 1.172 entidades.

Desde comienzos de los noventa, el número de entidades de crédito ha disminuido en unas 910 instituciones (excluidas las que tienen sede en Mónaco). Esta caída ha afectado, en mayor medida, a las cajas de ahorros y las instituciones financieras y, en menor medida, a las entidades de crédito pertenecientes a la Asociación Francesa de Banca y a los bancos mutualistas o corporativos. El número de entidades también se redujo como consecuencia de la aplicación de la Ley de Modernización de las Actividades Financieras de 1996, que ocasionó, en particular, la desaparición de las sociedades y agencias de valores (*Maisons de titres*). Cabe observar que la citada Ley condujo a la creación de las empresas de servicios de inversión, cuyo número se elevó de 290 a finales de 1996 a 528 a finales de 1999.



2.2.1. Entidades de crédito pertenecientes a la Asociación Francesa de Banca o bancos comerciales

En 1999 existían 366 de estos bancos, que constituyen la red de entidades de crédito más antigua e importante de Francia. Las entidades pertenecientes a la Asociación Francesa de Banca, que están autorizadas a realizar todas las clases de operaciones bancarias, pueden dividirse en cuatro grupos claramente diferenciados:

- Los «grandes bancos», entre los cuales se han producido, recientemente, fusiones y adquisiciones: por un lado, BNP, Crédit Lyonnais y Société Générale, Crédit du Nord y Crédit Industriel et Commercial (CIC), todos ellos con fuerte implantación regional; por otro, Crédit Commercial de France y Paribas, principalmente orientados hacia las empresas. Desde 1996, Société Générale ha absorbido a Crédit du Nord, anteriormente controlado por Paribas; Crédit Mutuel ha adquirido CIC en 1998; y BNP ha asumido el control de Paribas en 1999.
- Los bancos de mercado, unas 20 instituciones, que son entidades de crédito autorizadas a proporcionar servicios de inversión.
- Los bancos regionales y locales, cuyo número, que se sitúa actualmente en torno a 50 entidades, está disminuyendo.
- Los bancos extranjeros, cuyo número, por el contrario, ha crecido de 120 en 1980 a 181 en 1999, poniendo de relieve la internacionalización de la plaza de París.

En 1999 estos cuatro grupos captaron, en conjunto, el 38,9% de los depósitos y otorgaron el 44,3% de los préstamos.

2.2.2. Bancos mutualistas y corporativos

En 1999, existían 121 bancos mutualistas y corporativos, que recibieron el 39,8% de los depósitos y concedieron el 29,5% de los préstamos. Se trata de la categoría de entidades que más se ha desarrollado en los últimos años. Estas entidades no están controladas por accionistas, sino por socios; su actividad es muy similar a la de las entidades de crédito, tienen estructuras descentralizadas y se dividen en cuatro redes: Crédit Agricole, Banques Populaires, Crédit Mutuel y Crédit Coopératif. Han pasado a incluir a las cajas de ahorros y de previsión, que tenían anteriormente un régimen jurídico específico.

2.2.3. Cajas de ahorros

Hasta la Ley de 25 de junio de 1999, las cajas de ahorros, cuyo número se eleva a 34, eran instituciones sin fines de lucro, que estaban autorizadas a recibir depósitos y a conceder préstamos y quedaban bajo el control del Estado a través de la Caisse des Dépôts et Consignations.

La citada Ley tenía por objeto adaptar la red de cajas de ahorros, el segundo grupo bancario francés en captación de depósitos, a un contexto de creciente globalización y competencia. Esta adaptación era particularmente necesaria en la medida en que las cajas de ahorros tienen una fuerte implantación regional y local y una amplia presencia en el mercado de financiación de los particulares y las administraciones locales. En 1999 la red de cajas de ahorros adquirió el 90% del capital de Crédit Foncier de France.

La nueva ley modificó sustancialmente el régimen jurídico de las cajas de ahorros y de previsión, que han pasado a tener el régimen de las cooperativas y a depender de un órgano central, la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et de Prévoyance, cuyas competencias han aumentado. La adopción del régimen de las cooperativas permite implantar la red en el tejido local y fortalecer la relación entre los miembros y la institución.

En 1999 las cajas de ahorros captaron el 19,8% de los depósitos y otorgaron el 7,6% de los préstamos.

2.2.4. *Instituciones financieras*

Existen 605 instituciones financieras. Además de las instituciones que reciben depósitos del público, la Ley de 1984 clasifica como bancos a otras entidades; concretamente, a las instituciones especializadas en una determinada actividad (crédito para adquisición de automóviles, arrendamiento de bienes de equipo, crédito inmobiliario, etc.). La mayor parte de las instituciones financieras son filiales de grupos bancarios, pero pueden serlo también de grupos comerciales o industriales, como DIAC, una filial de Renault. Las instituciones financieras incluyen también las empresas de servicios de inversión, creadas para responder a los cambios que ha sufrido el sector de los valores.

En 1999 las instituciones financieras recibieron el 1,3% de los depósitos y concedieron el 11,4% de los préstamos.

2.2.5. *Instituciones financieras especializadas*

Existen 24 instituciones financieras especializadas, que eran, inicialmente, entidades públicas creadas para conceder créditos subvencionados a determinados sectores y a las PYME. Entre ellas figuran Crédit Local de France, Crédit National, Crédit Foncier de France, Crédit d'Équipement des PME, así como sociedades de desarrollo regional.

La mayor parte de estas instituciones se vio afectada de forma negativa por la desregulación y porque el Estado abandonó su tradicional política de concesión de créditos subvencionados. Las instituciones financieras especializadas han sido objeto de importantes operaciones de reestructuración. Las principales tuvieron lugar en 1996, con la creación de Banque des PME, resultado de la fusión de CEPME y Sofaris, y del grupo Natexis, nacido de la fusión de Crédit National y Banque Française du Commerce Extérieur. El Crédit Local de France pertenece ahora al grupo Dexia.

2.2.6. *Cajas de crédito municipales*

Además de las cinco categorías de entidades de crédito anteriores, la Ley Bancaria estableció un sexto grupo, las cajas de crédito municipales, cuya importancia es menor, con solo 22 entidades, que recibieron en 1999 el 0,1% de los depósitos y concedieron el 0,1% de los préstamos.

Por último, la descripción del sistema bancario no estaría completa si no se mencionara al grupo de Correos, cuyos servicios financieros desempeñan un importante papel.

2.3. El mercado de capitales

El mercado de capitales ayuda a canalizar el capital disponible hacia actividades económicamente útiles en los sectores público y privado, al menor coste posible, y desempeña el papel de regulador de la distribución de estos recursos.

Junto con la financiación interna, la emisión de acciones es una fuente indispensable de equilibrio financiero para las empresas.

2.3.1. Las distintas funciones del mercado de capitales

El mercado de capitales es un canal de financiación de la economía nacional. El mercado capta parte del ahorro y lo canaliza hacia la financiación de la economía real. Consigue capital de los agentes económicos que disponen de ahorros (principalmente, los hogares) y proporciona financiación a largo plazo a las administraciones públicas y a las empresas, con lo que permite financiar el crecimiento de estas últimas. El mercado de capitales ayuda a financiar las inversiones empresariales, y constituye, junto con la financiación interna, una fuente de financiación a largo plazo para las empresas.

El mercado facilita el encuentro entre el ahorrador que desea colocar su capital y el inversor que lo necesita.

El mercado de capitales ayuda a garantizar la liquidez. Los mecanismos bursátiles favorecen la liquidez al permitir el ajuste entre la oferta y la demanda de valores. A diferencia de otro tipo de inversiones (por ejemplo, en bienes inmuebles), las inversiones en el mercado de capitales presentan la ventaja de que se pueden hacer líquidas en cualquier momento.

Para que un mercado sea líquido, los compradores y vendedores de un valor han de poder encontrar entidades de contrapartida para sus operaciones. Ello solo es posible en un mercado amplio, es decir, con un elevado número de valores en circulación puestos a disposición del público y con un importante volumen diario de operaciones.

El mercado de capitales es un instrumento de medición del valor de las acciones. La cotización de acciones en el mercado de capitales ayuda a determinar el valor de una empresa. De hecho, junto con otros métodos de evaluación, como el análisis financiero, la cotización bursátil es un indicador reconocido por el sistema bancario, los empresarios y las agencias estatales de administración tributaria.

El mercado de capitales propicia cambios en las estructuras industriales y comerciales. El mercado de capitales facilita las fusiones entre empresas, al permitirles pagar las adquisiciones con sus propias acciones.

En el mercado de capitales se negocian valores que representan los derechos de los accionistas (acciones) o los derechos de los acreedores (bonos). Mientras que las acciones confieren a su titular el derecho de voto y le facultan para recibir parte de los beneficios en forma de dividendos, los bonos devengan intereses. Sin embargo, esta distinción se ha ido difuminando con la aparición de valores más sofisticados, como los bonos convertibles, los valores participativos, los certificados de inversión y las acciones preferentes sin derecho de voto.

La Ley de 3 de enero de 1983 otorgó a las empresas el derecho de emitir valores «compuestos», empleando técnicas de cambio y de conversión. La creciente globalización registrada a comienzos de los años ochenta indujo a los operadores europeos a adoptar las técnicas utilizadas en Estados Unidos.

PROPORCIÓN DE VALORES EN LA FINANCIACIÓN DE LAS INVERSIONES

Año	Emisiones brutas de valores (en mm de euros)	Inversiones (en mm de euros)	Emisiones / Inversiones (en %)
1992	93,6	229,56	40,8
1993	118,6	214,62	55,3
1994	102,3	217,93	47,0
1995	96,3	222,10	43,4
1996	116,1	222,06	52,3
1997	116,3	222,04	52,4
1998	123,4	237,97	51,9
1999	118,8	253,03	47,0
2000	161,2	269,21	60,0

Fuentes: OCDE y Euronext.

La Ley n.º 96.597, de 2 de julio de 1996, de Modernización de las Actividades Financieras, tenía por objeto la transposición de la Directiva europea relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, de 10 de mayo de 1993. El artículo primero de la Ley define un nuevo concepto, el de instrumento financiero, que se divide en cuatro categorías:

- Acciones y otros valores que dan o pueden dar acceso al capital.
- Valores de deuda, excluidos los efectos comerciales (*effets de commerce*) y los bonos de caja (*bons de caisse*).
- Participaciones en instituciones de inversión colectiva (SICAV, FCP, FCC, SCPI).
- Futuros financieros (contratos *forward* sobre efectos comerciales, valores, índices bursátiles y divisas, futuros sobre tipos de interés, *swaps*, futuros y *forwards* sobre mercaderías, opciones de compra o de venta sobre instrumentos financieros).

El mercado de capitales comprende el mercado primario, en el que se ponen en circulación las nuevas emisiones, y el mercado secundario, o Bolsa, en el que se negocian las emisiones existentes. El mercado primario tiene por objeto captar capital a largo plazo para financiar la economía. La emisión de valores que amplían el capital de las empresas es el medio que estas prefieren para obtener los recursos ajenos necesarios para financiar sus inversiones.

Las emisiones brutas de acciones y bonos han representado, en promedio, el 50% del conjunto de inversiones realizadas en el período comprendido entre 1992 y 2000.

En promedio, las emisiones de acciones y bonos representan más de la mitad de la financiación externa de las empresas industriales y comerciales. Las acciones suponen solo un 20% de la financiación de las inversiones. Las empresas industriales y comerciales, que son las segundas beneficiarias más importantes del mercado de capitales, detrás de las administraciones públicas y antes de las instituciones financieras, captan capital mediante la emisión de:

- Acciones.
- Bonos, directamente o a través de entidades de financiación especializadas.

El cuadro siguiente muestra un fuerte crecimiento de las emisiones en el 2000, debido al notable incremento de las emisiones de acciones, que alcanzaron los 66,8 mm de euros, y de

CUADRO 3

EMISIÓN DE VALORES

mm de euros				
Año	Bonos del Estado	Otros bonos	Acciones	Total
1992	30,9	24,9	37,7	93,6
1993	58,8	23,2	36,6	118,6
1994	39,9	21,6	40,8	102,3
1995	40,2	16,4	39,7	96,3
1996	45,9	26,5	43,7	116,1
1997	51,2	20,5	44,7	116,3
1998	52,4	22,0	49,0	123,4
1999	45,4	36,4	37,0	118,8
2000	45,4	49,0	66,8	161,2

Fuente: Euronext.

bonos, que registraron un aumento del 35%, hasta situarse en los 49 mm de euros. Este último aumento se observó sobre todo en los bonos de empresa, mientras que los bonos del Estado se mantuvieron estables en 45,4 mm de euros.

La actividad del mercado primario depende de la eficacia del mercado secundario, en el que se negocian las emisiones existentes. Así, el mercado bursátil garantiza la liquidez de las que son, en principio, inversiones a largo plazo.

El mercado bursátil es el mercado de valores negociables, cuyo objeto es facilitar el encuentro entre la oferta y la demanda, lo que permite la liquidez inmediata del ahorro invertido en valores o el intercambio de unos valores por otros en el marco de la gestión de las carteras de los inversores.

El mercado bursátil contribuye a la distribución del capital de las empresas entre el público, en forma de acciones, mediante dos procedimientos:

- Salida a bolsa.
- Emisiones de acciones nuevas.

En la salida a bolsa, los principales accionistas de una sociedad anónima o de una sociedad comanditaria por acciones ponen parte de sus acciones a la venta en el mercado.

Tras su salida a bolsa, la empresa puede aumentar el número de accionistas, ampliando el capital mediante la venta de acciones pagaderas en efectivo.

CUADRO 4

VOLUMEN DE CONTRATACIÓN

mm de euros									
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Acciones	101,0	150,5	171,1	160,5	221,1	371,1	527,2	733,4	1.176,2
Bonos	659,3	1.101,3	1.042,9	858,6	988,3	775,8	405,0	61,5	50,4
Total (a)	760,3	1.251,8	1.214,0	1.019,1	1.209,4	1.147,0	932,2	794,9	1.225,9

Fuente: Euronext.

(a) Todos los mercados de la Bolsa de París.

El mercado bursátil facilita la reestructuración empresarial. Las estructuras de producción de las empresas se modifican con frecuencia, debido a las fusiones y a las adquisiciones. Estas operaciones, que pueden financiarse mediante la emisión de valores, se realizan con mayor facilidad cuando las acciones de las sociedades que intervienen en ellas cotizan en bolsa. Los accionistas de la sociedad adquirida pueden ser pagados con acciones o bonos de la sociedad adquirente.

En caso de adquisición de una participación minoritaria o de una participación de control, la sociedad adquirente puede efectuar una oferta de canje de acciones propias por las de la sociedad adquirida.

Entre 1992 y 1996, las sociedades cotizadas realizaron:

- 584 ampliaciones de capital mediante venta de acciones por efectivo.
- 205 ofertas públicas de canje.
- 499 ofertas públicas de adquisición.
- 111 salidas a bolsa.

Las cotizaciones y la capitalización bursátil miden el valor de mercado de las acciones y de los bonos negociados en bolsa. Esta valoración continua convierte al mercado bursátil en un observatorio de la economía.

2.3.2. *El funcionamiento del mercado de capitales*

A partir de 1986, el sistema tradicional de contratación en corros se fue abandonando progresivamente, sustituyéndose por sistemas de contratación por pantalla, lo que condujo al cierre de los parqués de París, Burdeos, Lille, Lyon, Marsella, Nancy y Nantes.

El mercado consta de varios segmentos.

2.3.2.1. MERCADOS REGULADOS

El *Premier Marché* (anteriormente, «*Cote officielle*»), el *Second Marché* y el *Nouveau Marché*.

Las condiciones de admisión al *Premier Marché* son mucho más estrictas que las de otros mercados. El *Premier Marché* reúne a las principales empresas francesas y extranjeras y a la casi totalidad de los emisores de bonos públicos y privados.

Menos de 500 empresas francesas están admitidas a cotización en el *Premier Marché*, pero la capitalización bursátil media ha aumentado considerablemente, como consecuencia de las privatizaciones y de la subida de las cotizaciones.

El tamaño de las sociedades cotizadas y el volumen de contratación, que representa más del 90% de la contratación en todos los mercados (tanto de acciones como, sobre todo, de bonos), reflejan el dinamismo del *Premier Marché*.

El *Second Marché* fue creado en febrero de 1983, con el fin de atraer a las empresas de tamaño mediano con normas más flexibles, especialmente en cuanto a la proporción de acciones ofrecidas al público. Algunas grandes empresas cotizan en el *Second Marché*, como paso previo a su admisión al *Premier Marché*.

ESQUEMA 1

CONDICIONES Y PROCEDIMIENTOS DE ADMISIÓN A BOLSA

Criterios	<i>Premier Marché</i>	<i>Second Marché</i>	<i>Nouveau Marché</i>	<i>Marché Libre</i>
	Mercado regulado	Mercado regulado	Mercado regulado	Mercado no regulado («hors cote»)
Capitalización bursátil mínima deseable	100 m de euros, variable de 10 m de euros para sociedades cotizadas en mercados extranjeros	20 m a 30 m de euros	10 m a 15 m de euros	Sin mínimo
Porcentaje mínimo de oferta de acciones	25% del capital social o 600.000 acciones	10% del capital social	100.000 acciones por valor de 5 m de euros, 20% del capital social, del cual al menos la mitad en forma de ampliación de capital	Sin restricciones
Otras condiciones de admisión	. 3 años de existencia . Estados financieros consolidados . Estados financieros auditados (estados semestrales si el ejercicio ha terminado hace más de 9 meses) . Folleto aprobado por la COB	. 2 años de existencia . Estados financieros consolidados . Estados financieros auditados (estados semestrales si el ejercicio ha terminado hace más de 9 meses) . Folleto aprobado por la COB	. Ningún tiempo mínimo de existencia . Capital > 1,5 m de euros . Compromiso de socios fundadores de conservar del 80% al 100% de sus acciones durante 1 año o 6 meses . Folleto aprobado por la COB con un resumen del plan de desarrollo	Publicación de un folleto simplificado antes de la primera cotización
Coste indicativo	Al menos, 1 m de euros, variable según características: salida directa a bolsa, transferencias de <i>Second Marché</i> , cotización en mercados extranjeros, etc.	200.000 euros a 300.000 euros, según preparación y costes de colocación garantizada	7% a 10% de la cantidad obtenida	Bajo, con excepción de los gastos de comunicación
	Las opciones elegidas en materia de presupuestos de publicidad, reuniones de información y folletos son determinantes.			
Liquidez del mercado	En principio, la mayor liquidez, especialmente en el mercado de liquidación mensual	Asegurada por los intermediarios financieros, cuando es necesario (contratos de liquidez o de creación de mercado)	Asegurada por los creadores de mercado: una cantidad adicional de acciones debe ser puesta a disposición de los creadores de mercado (creación de mercado continua)	Mercado generalmente muy estrecho
Ventajas	. Mayor facilidad de colocación entre grandes inversores (regulación + liquidez) . Títulos al portador . Admitido para productos de ahorro a largo plazo con exención fiscal . Modificación de la relación de conversión para las emisiones de bonos convertibles, etc.		<i>Idem</i> otros mercados regulados + admitido como inversión «no cotizada» para sociedades y fondos de capital riesgo (sin condiciones)	
Información a los accionistas 1) Periódica	1) Publicación de: . Estados financieros anuales (en su caso, consolidados) + los de filiales . Informe y cuenta de resultados semestrales . Balance de situación trimestral	<i>Idem</i> , salvo para estados financieros de filiales (que deben estar disponibles) <i>Idem</i>	<i>Idem Second Marché</i> + previsiones + análisis financiero del creador de mercado documento de referencia obligatorio	Obligaciones inherentes a las ofertas públicas de valores
2) Ocasional 3) Permanente.	2) Publicación en el BALO (juntas generales de accionistas; operaciones financieras) 3) Notificación a la SBF de cualquier modificación importante en la distribución del capital Información al público de cualquier acontecimiento en la actividad de la empresa susceptible de hacer variar las cotizaciones			

COB Commission des Opérations de Bourse (regulador del mercado).

BALO *Bulletin des annonces légales obligatoires*.

SBF Antigua denominación: *Société des bourses françaises*, denominación actual: Paris Bourse^{SBF} SA.

El *Nouveau Marché*, creado en febrero de 1996, está destinado a las empresas europeas con alto potencial de crecimiento, que tienen un plan de desarrollo y desean utilizar el mercado bursátil para acelerar la realización de dicho plan y asegurar su financiación mediante la emisión de acciones.

El *Nouveau Marché* no está limitado a las empresas de alta tecnología. Cualquier empresa, incluso las que todavía no han obtenido beneficios, puede cotizar en este mercado si cumple las condiciones de admisión. Los solicitantes no están obligados a presentar un historial de tres años de beneficios, como ocurre en el *Second Marché*. Al contrario que en el *Premier Marché* y en el *Second Marché*, la admisión al *Nouveau Marché* implica necesariamente que la sociedad proceda a una ampliación de capital.

2.3.2.2. MERCADOS NO REGULADOS

Marché Libre

El *Marché Libre*, inaugurado el 23 de septiembre de 1996, es un mercado no regulado, que ha perdido la sigla OTC (*over-the-counter*) y ha sustituido al «*Hors Cote*», suprimido por la Ley de Modernización de las Actividades Financieras de 2 de julio de 1996. El *Marché Libre* ofrece un medio de difusión de las órdenes de compra y de venta y un mecanismo de negociación de los valores emitidos por sociedades que no están admitidas a cotización en los mercados regulados franceses. Los valores negociados en este mercado no están sometidos a procedimientos de admisión y los emisores no están sujetos a obligaciones de información.

El case de operaciones tiene lugar cada día a las 15 horas. El *Marché Libre* es un mercado al contado, y son los sistemas de Paris-Bourse los que gestionan las operaciones, los pagos, las entregas y la difusión de los datos.

Las principales características de este mercado son la escasa protección de los inversores y el tamaño relativamente pequeño de las sociedades cotizadas.

Valores fuera de cotización

En este segmento se negocian los valores que han sido excluidos de los mercados regulados. A más tardar, seis meses después de su exclusión, los valores se eliminan de este segmento y dejan de ser negociados.

Mercados de derivados

Los mercados de derivados, que empezaron a surgir en 1986, tienen por objeto permitir a los operadores cubrirse frente a diversos riesgos, tales como los riesgos de tipo de cambio o de tipo de interés. En efecto, la creciente indiciación de los créditos a largo plazo con los tipos de los mercados monetarios acentúa la exposición de los agentes económicos a la volatilidad de los tipos de interés. Los participantes en el mercado también están expuestos al riesgo de precio de los valores de renta variable, es decir, al riesgo de realizar minusvalías en sus carteras de acciones.

En los mercados de derivados organizados se negocian dos clases de productos:

- Los futuros.
- Las opciones negociables.

Los futuros y las opciones son los principales instrumentos financieros negociados en el mercado de futuros financieros francés, MATIF (cuya antigua denominación, *Marché à terme d'instruments financiers*, ha sido sustituida por *Marché à terme international de France*).

Un *futuro* es un contrato en el que se establecen la fecha de entrega y el precio a los que:

- El comprador recibirá y efectuará el pago del producto subyacente.
- El vendedor entregará y recibirá el pago del producto subyacente.

Sin embargo, algunos futuros pueden liquidarse mediante el pago de la diferencia entre el precio de contratación y el precio de liquidación.

Los productos negociados en MATIF se dividen en tres categorías:

1. Futuros sobre tipos de interés para operaciones de cobertura, arbitraje o especulación sobre tipos de interés a largo, medio y corto plazo.
2. Futuros sobre índices bursátiles para cobertura de carteras de acciones o especulación sobre la tendencia futura de las cotizaciones bursátiles francesas: futuros sobre el índice bursátil CAC 40.
3. Futuros sobre mercaderías: azúcar blanco, café, cacao y patatas.

El éxito de MATIF se basa, principalmente, en la enorme popularidad del futuro notional (y de su complemento, la opción sobre futuro notional), que lo convirtió en el tercer mercado mundial de futuros sobre tipos de interés en 1988. El futuro notional, que pasó a denominarse «euronotional» el 4 de enero de 1999, ha representado, durante mucho tiempo, la mitad de los contratos negociados en MATIF.

Los demás futuros negociados en MATIF comprenden el futuro sobre el PIBOR a tres meses y el futuro sobre el EURODEM a tres meses.

Opciones negociables: una opción confiere el derecho (pero no la obligación) de comprar (opción de compra) o vender (opción de venta) una cantidad determinada de un activo a un precio prefijado y antes de una fecha convenida. Una de sus características distintivas, frente a las opciones OTC, es que existe un mercado organizado en que el comprador puede revenderla y el vendedor recomprarla.

Las opciones, que se negocian en los mercados MONEP o MATIF, se realizan sobre distintos instrumentos subyacentes, en función del riesgo que se ha de cubrir:

- En el *Marché des Options Négociables de Paris* (MONEP) cotizan las opciones sobre acciones y las opciones sobre el índice bursátil CAC 40, ambas para operaciones de especulación, arbitraje o cobertura de carteras de acciones.
- En MATIF cotizan las opciones sobre el futuro notional, el PIBOR a tres meses y el EURODEM a tres meses, así como las opciones sobre divisas.

Opciones sobre acciones (1): en el *Marché des Options* bursátiles de París (MONEP) cotizan, principalmente, las opciones de compra o de venta sobre acciones. Las acciones elegidas

(1) La *Société des Bourses Françaises* decidió cerrar el mercado de primas y los mercados de opciones simples y dobles en mayo de 1989, todos ellos caídos en desuso tras la apertura de MONEP en junio de 1987.

como activo subyacente de las opciones negociables deben responder a determinados criterios relativos a la distribución de las acciones entre el público y a su representatividad en el sector de actividad correspondiente. Una opción está relacionada con un determinado número de acciones del activo subyacente, y el comprador puede ejercer la opción en cualquier momento hasta la sesión bursátil del día anterior al vencimiento. Las fechas de vencimiento de la opción son trimestrales y su duración puede ser de tres, seis o nueve meses.

El comprador de una opción de compra puede optar por comprar en cualquier momento las acciones objeto del contrato y el vendedor está obligado a entregarlas al precio prefijado (precio de ejercicio). El comprador de una opción de venta puede optar por vender las acciones y el vendedor debe aceptarlas y pagar el precio convenido. En ambos casos, la bursátil corresponde al comprador de la opción, que, cuando la compra, debe pagar una prima al vendedor por este derecho. Dado que la cotización en el mercado representa el precio de la opción por una sola acción subyacente, la prima es igual a este precio multiplicado por el número de acciones.

Opciones sobre índices bursátiles: en el año 1988 se inauguró un mercado de opciones sobre el índice bursátil CAC 40. Este tipo de opciones, que se caracteriza por que no se entrega el activo subyacente, es muy apreciado en otros países, puesto que ofrecen mayor liquidez, en unos mercados cuyo funcionamiento es menos complejo y menos costoso que el de los mercados de opciones sobre acciones. En los mercados de opciones sobre índices bursátiles, los inversores pueden aprovechar la evolución, al alza o a la baja, del mercado de París en su conjunto, efectuando una sola operación y sin exponerse a los riesgos de un valor concreto.

Opciones sobre tipos de interés: las opciones sobre el PIBOR a tres meses y el EURODEM a tres meses negociadas en MATIF tienen características similares a las de las opciones sobre acciones: opciones de compra, opciones de venta, pago inmediato de la totalidad de la prima por el comprador al vendedor, cobertura de las operaciones con un depósito de garantía establecido en función del valor de liquidación de la posición.

Opciones sobre divisas: para responder a las necesidades de las grandes empresas, que utilizan las opciones sobre divisas para gestionar su riesgo de tipo de cambio, MATIF introdujo, en mayo de 1994, los dos primeros contratos de opciones sobre divisas, el \$/DEM y el \$/FRF. El activo subyacente de ambos contratos es una operación en divisas al contado (\$/DEM o \$/FRF).

2.4. El marco institucional francés

La directiva sobre servicios de inversión, que entró en vigor el 1 de enero de 1996, exigía a los Estados miembros de la Unión Europea que adaptasen su legislación nacional.

A estos efectos, el 2 de julio de 1996 se aprobó en Francia la Ley de Modernización de las Actividades Financieras. Anteriormente a esa fecha, existían tres clases de intermediarios financieros que participaban en los mercados en las actividades que se denominan ahora servicios de inversión:

- Las entidades de crédito, que eran los únicos operadores que intervenían en el mercado primario de emisión de valores. Podían negociar con todos los instrumentos financieros, salvo con los valores mobiliarios.
- Las sociedades y agencias de valores, cuyo régimen jurídico se redefinió en 1988, poseían el monopolio de la negociación de valores mobiliarios y el derecho exclusivo de operar en el mercado bursátil. Como tales sociedades, no tenían acceso al mercado primario de emisión de valores.
- Las sociedades gestoras de carteras, cuya única actividad era la gestión de patrimonios individuales.

Estas tres clases de intermediarios dependían de distintas autoridades de supervisión y cada una de ellas tenía sus propias reglas, aunque ejerciesen las mismas actividades.

2.4.1. El nuevo marco reglamentario

La nueva ley solo distingue dos clases de intermediarios, que se denominan ahora proveedores de servicios de inversión:

- Las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorros, etc.).
- Las empresas de servicios de inversión (anteriormente, sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras, que dejan de existir jurídicamente).

Ambas clases de intermediarios pueden realizar en el mercado las actividades de su elección: recepción y transmisión de órdenes de clientes, ejecución de órdenes, gestión de carteras, colocación y garantía de emisión, previa autorización de:

- La *Commission des Opérations de Bourse* (COB), para la gestión de carteras.
- El *Conseil des Marchés Financiers* (CMF) y el *Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement* (CECB), para las demás actividades.

Los intermediarios autorizados a actuar como operadores, que deseen intervenir en mercados regulados, deben ser miembros de los mercados correspondientes.

La Ley de Modernización de las Actividades Financieras distingue dos tipos de mercados:

- Los mercados «regulados», oficialmente reconocidos como tales al cumplir una serie de condiciones en cuanto al funcionamiento, la admisión de valores y las obligaciones de información (*Premier Marché, Second Marché y Nouveau Marché*).
- Los mercados «no regulados», que no deben cumplir condiciones mínimas.

Commission des Opérations de Bourse

Creada en 1967 según el modelo de la *American Securities and Exchange Commission* (SEC), la *Commission des Opérations de Bourse* (COB) es una autoridad administrativa independiente dirigida por un consejo compuesto por diez miembros. La COB tiene por misión velar por la protección de los inversores, la información al público y el buen funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros, de conformidad con la Ordenanza 67-833, de 28 de septiembre de 1967, en su versión modificada.

Las principales funciones de la COB son la vigilancia de la información difundida por las sociedades que emiten valores para ser colocados de forma pública y la supervisión del funcionamiento de los mercados. Corresponde también a la COB la supervisión de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), de las inversiones en «activos varios» y del mercado de pagarés de empresa.

La vigilancia de la información se lleva a cabo, en primer lugar, a través de controles anteriores a su publicación. Dentro de los límites establecidos por los reglamentos europeos en relación con el reconocimiento mutuo, que permite simplificar los procedimientos, la COB

aprueba o rechaza los documentos (folletos, etc.) que los emisores están obligados a publicar y a poner a disposición del público:

- Antes de la admisión a cotización de instrumentos financieros.
- Al efectuar una oferta pública.
- Al efectuar ofertas públicas de adquisición, de venta, o de canje.

A estos efectos, la COB:

- Vigila la información al público por parte de las empresas.
- Autoriza la creación de fondos de inversión. La emisión de instrumentos del mercado monetario está sujeta a un régimen especial: solo los emisores sin calificación crediticia han de publicar un informe financiero de presentación, que debe remitirse a la COB y a la Banque de France, a más tardar, en la fecha de emisión de los valores, independientemente de su vencimiento.
- Concede a las entidades de crédito y a las empresas de servicios de inversión autorización para realizar actividades de gestión de carteras.
- Vela por la legalidad de las operaciones: la ley francesa prohíbe las operaciones basadas en información privilegiada y la manipulación de los precios.
- Recibe las reclamaciones del público.

La COB tiene, además, el derecho de oponerse a la admisión de un valor en un mercado regulado, así como la facultad de imponer sanciones en caso de infracción de sus normas.

El Conseil des Marchés Financiers

El *Conseil des Marchés Financiers* (CMF) es un organismo profesional dirigido por un consejo compuesto por dieciséis miembros, cuya competencia, en su calidad de autoridad francesa responsable de los mercados, se extiende a todas las operaciones (con excepción de la gestión de carteras) realizadas por las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión en los mercados regulados y no regulados.

Sus funciones principales son:

- La supervisión de los mercados regulados.
- La aprobación de los programas de actividad y la concesión a los intermediarios de la autorización para prestar servicios de inversión (con excepción de la gestión de activos).
- La recepción y la gestión de las ofertas públicas.

El *Conseil des Marchés Financiers* (CMF) sustituyó al *Conseil des Bourses de Valeurs* (CBV) y al *Conseil du Marché à Terme* (CMT), anteriores reguladores del mercado de valores y del mercado de futuros, respectivamente.

El CMF es un organismo profesional, cuyos miembros son designados a propuesta de las organizaciones que representan a las sociedades que emiten valores para ser colocados de for-

ma pública, los inversores, los intermediarios del mercado, incluidas las empresas de servicios de inversión, y los empleados de estas empresas y entidades.

El CMF se compone de una asamblea plenaria, grupos especializados y grupos disciplinarios. Un representante de la Banque de France asiste a las sesiones plenarios con derecho de voto.

Las principales funciones del CMF son la elaboración y la aplicación de su reglamento general, que establece los principios generales de organización y de funcionamiento de los mercados regulados, las normas de deontología, organización, administración, supervisión y seguridad de los proveedores de servicios de inversión, y las condiciones de ejercicio de las actividades de las entidades colocadoras, los custodios y los depositarios. El CMF examina también las solicitudes de autorización para realizar actividades de intermediación y formula recomendaciones en materia de creación, reconocimiento y cierre de mercados regulados.

El CMF define las reglas aplicables a las operaciones, en particular a las ofertas públicas, y las condiciones de constitución de fondos de garantía, aprueba los estatutos de las cámaras de compensación y de los sistemas de garantía y los contratos tipo de operaciones con instrumentos financieros, etc.

En comparación con sus predecesores, el CBV y el CMT, el *Conseil des Marchés Financiers* ha visto reducidas sus competencias en materia de supervisión prudencial, de autorización de entidades y de normas de funcionamiento de los mercados regulados, cuya definición corresponde a las sociedades rectoras de los mercados.

En cambio, el CMF tiene mayores competencias para fijar las normas de ejercicio de las actividades de servicios de inversión, lo que constituye una importante responsabilidad, si se tiene en cuenta la amplitud del concepto de instrumento financiero (recogido en el artículo primero de la Ley de Modernización de las Actividades Financieras), de servicios de inversión (artículo cuarto) y de servicios conexos (artículo quinto). Así pues, el CMF ha asumido las competencias regulatorias de la central depositaria de valores (SICOVAM) y de autorización de las entidades colocadoras, que dependían del ministro de Economía.

Paris Bourse^{SBF} SA

Hasta septiembre del 2000, el CMF contó, en las tareas relacionadas con los mercados de valores, con la colaboración de una sociedad rectora del mercado, *Paris Bourse^{SBF} SA* [anteriormente, *Société des Bourses Françaises* (SBF)]. En junio de 1999, *Paris Bourse^{SBF} SA* agrupó todas sus actividades de mercado, mediante la fusión de SBF, *Matif SA*, *Monep SA* y *Société du Nouveau Marché*, y centralizó sus actividades de compensación en *Clearnet^{SBF} SA*, además de reunir sus actividades tecnológicas e informáticas en una nueva filial denominada *Euronext^{SBF} SA*. Las principales funciones de *Paris Bourse* eran la aplicación e interpretación de los reglamentos o de las decisiones generales del CMF y la supervisión de los profesionales del mercado.

2.4.2. Evolución reciente

Los mercados de valores de Ámsterdam, Bruselas y París se han fusionado para formar Euronext, el primer mercado de valores paneuropeo.

La fusión, anunciada en marzo del 2000, se tradujo en la constitución de una sociedad *holding*, denominada Euronext N.V., el 22 de septiembre de 2000. Los accionistas de *Amsterdam Exchanges*, *Brussels Exchanges* y *Paris Bourse^{SBF} SA* recibieron acciones de la nueva compañía a cambio de sus acciones.

Debido a los requisitos reglamentarios en materia de procedimientos de admisión a cotización y de ofertas públicas de adquisiciones, así como al deseo de integrar a Euronext en el entorno cultural específico de cada país, se han creado tres sociedades rectoras, participadas totalmente por Euronext, Euronext Amsterdam N.V., Euronext Brussels SA/N.V. y Euronext Paris SA, que constituyen para los emisores, intermediarios e inversores tres puntos de acceso a un mercado unificado. En el primer semestre de 2001 se ha unificado la negociación y, en el segundo trimestre, la compensación y liquidación. La creación de Euronext ha permitido a los inversores utilizar un único punto de acceso para negociar una amplia gama de valores y de derivados (futuros y opciones sobre tipos de interés, índices, acciones y mercaderías).

Euronext es un *mercado unificado* y consta de

- Una única plataforma de negociación.
- Un único libro de órdenes para cada valor, que hace que el mercado para cada valor sea más transparente y líquido.
- Una única cámara de compensación que actúa de entidad de contrapartida central para todos los intermediarios, garantizando a los participantes el pago y la entrega de los valores.
- Un único sistema de liquidación de valores.

Negociación: los valores más líquidos que cotizan en Euronext se negocian a lo largo de toda la sesión mediante contratación continua, con subastas de apertura y de cierre. Los valores menos líquidos se negocian solamente mediante subastas.

Como ocurre hoy día en el mercado francés, los creadores de mercado pueden operar con valores negociados tanto mediante contratación continua como con subastas.

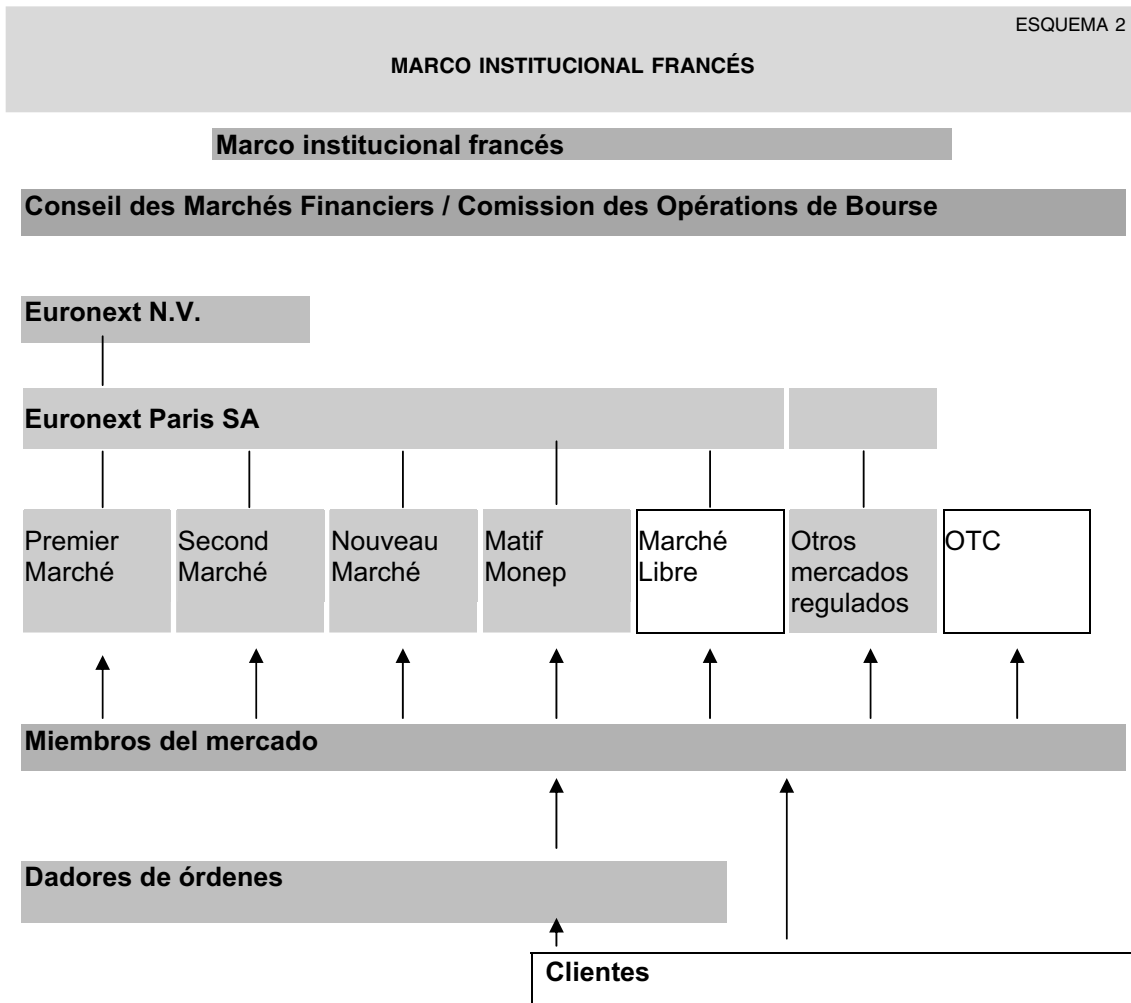
Calendario: los índices Euronext 100 y Next 150, que se introdujeron el 2 de octubre de 2000, se difunden en tiempo real.

Se han elaborado nuevas reglas de mercado, que se han incorporado a los sistemas electrónicos del mercado después de que los reguladores de los tres países las validaron. El proceso concluyó en el primer trimestre del 2001.

2.4.3. Organización general del mercado francés

Euronext Paris SA:

- Establece las reglas del mercado y las remite al CMF para su aprobación.
- Admite a cotización nuevos valores.
- Admite a los miembros del mercado.
- Gestiona los sistemas electrónicos de negociación.
- Difunde información sobre la negociación y los precios.
- Registra las operaciones entre los miembros del mercado a través de una cámara de compensación, Clearnet SA, empresa totalmente participada por Euronext, que garantiza los pagos y la entrega de los valores comprados y vendidos.
- Ofrece a los emisores servicios de mercado para la cotización de sus valores y la realización de sus operaciones financieras.



Miembros del mercado: el acceso al mercado estaba restringido a los *Agents de Change* hasta que, en 1988, se suprimió esta categoría y se sustituyó por las sociedades de valores. Hoy día, todos los intermediarios financieros franceses y extranjeros, radicados en Francia, tienen acceso al mercado.

La informatización ha posibilitado abrir el mercado a intermediarios de otros países, denominados «miembros a distancia».

- Los miembros negociadores son entidades de crédito y empresas de servicios de inversión autorizadas (2) que se han convertido en miembros del mercado para ejecutar las órdenes de compra y de venta;
- Los miembros compensadores son instituciones que realizan la liquidación a través de Clearnet SA, garantizando que las entregas y los pagos a los vendedores y a los compradores se efectúen en los plazos acordados, una vez que los miembros negociadores hayan ejecutado las órdenes.

Los miembros negociadores pueden solicitar también ser miembros compensadores y realizar por su cuenta estas operaciones o limitar sus actividades a la ejecución de órdenes y subcontratar la liquidación de las operaciones a un miembro compensador.

(2) El CMF y el CECEI autorizan a los intermediarios radicados en Francia. Las autoridades del país de origen conceden autorización a los intermediarios domiciliados en otros países de la Unión Europea con pasaporte europeo.

Dadores de órdenes: si no son miembros de Euronext, los intermediarios financieros, como las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, pueden recibir órdenes de sus clientes y transmitir las a un miembro negociador, evitando así que sus clientes realicen más trámites. Los dadores de órdenes han de estar autorizados por el CMF y pueden abrir cuentas a nombre de sus clientes.

Transmisores de órdenes: los transmisores de órdenes no están autorizados a abrir cuentas ni a gestionar valores o recibir efectivo. Transmiten las órdenes a los intermediarios (miembros negociadores o dadores de órdenes) que gestionan las cuentas de los clientes, utilizando, en la mayoría de los casos, medios electrónicos.

Cotización armonizada: la integración funcional y técnica de Euronext se concibió con la idea de respetar el entorno jurídico y cultural de cada país.

Esto significa que las sociedades cotizadas en Euronext a través de París han continuado operando de acuerdo con la supervisión, la normativa y los procedimientos franceses. Al igual que en el pasado, las empresas tienen que preparar un folleto informativo y enviarlo a la COB para su aprobación, antes de que sus valores puedan cotizar en el mercado.

En las cotizaciones de Euronext se efectúa una distinción entre los valores de la nueva economía (tecnología de la información, telecomunicaciones, nuevos medios de comunicación, biotecnología, etc.) y los valores de la vieja economía.

Índices: los índices nacionales (AEX 25, BEL 20, CAC 40, etc.) se siguen manteniendo, calculando y difundiendo.

Al mismo tiempo, se ha establecido una nueva gama de índices Euronext para reflejar plenamente el carácter transnacional de los componentes sectoriales de las cotizaciones.

Los índices Euronext 100 y Next 150, con las mayores capitalizaciones bursátiles, se introdujeron en octubre de 2000. En el año 2001 se introdujeron otros índices que reflejan la nueva segmentación del mercado Euronext.

El índice CAC 40, como su nombre indica, se compone de 40 valores, seleccionados entre las 100 mayores capitalizaciones bursátiles del mercado francés, que tienen la base accionarial más amplia entre los inversores institucionales y privados, franceses y extranjeros, y que se negocian diariamente de la forma más activa.

Negociación: desde el 25 de septiembre de 2000, todos los valores se negocian al contado.

Sin embargo, los intermediarios pueden ofrecer a sus clientes servicios de liquidación diferidos para un número limitado de valores franceses y extranjeros negociados en el *Premier Marché*, *Second Marché* y *Nouveau Marché*.

Para ser elegible para la liquidación diferida, un valor ha de cumplir los dos criterios siguientes:

- Estar incluido en el índice SBF 120.
- Tener una capitalización bursátil superior a mil millones de euros y negociarse diariamente por al menos un millón de euros.

Euronext Paris SA publica la lista de valores elegibles para la liquidación diferida.

Órdenes: las órdenes deben proporcionar información concreta sobre el período de vigencia y el precio de ejecución.

Fijación de precios: la negociación se produce en un mercado centralizado dirigido por órdenes, en la que los miembros actúan de intermediarios.

Las operaciones ya no se realizan en el parqué de la Bolsa de París (3), sino a través de un sistema electrónico de negociación.

La arquitectura general del sistema se basa en cuatro sistemas que operan en sinergia:

- El sistema central de negociación.
- Los datos del sistema central de negociación central proceden de los sistemas de canalización de órdenes (sistemas de *routing* de órdenes). Los miembros negociadores, los dadores de órdenes e incluso los clientes particulares, a través de una conexión minitel o de Internet, pueden introducir las órdenes en el sistema.
- El sistema central de negociación está conectado con el sistema de difusión de información en tiempo real y con el sistema de liquidación de valores.

Tan pronto como se introducen en el sistema, las órdenes para cada valor se clasifican automáticamente en el libro de órdenes por límite de precio.

Se aplican dos normas en la ejecución de las órdenes:

- Precio: las órdenes de compra con un límite de precio superior se ejecutan antes que las que tienen un límite de precio inferior. A la inversa, las órdenes de venta con un límite de precio inferior se ejecutan antes que las que tienen un límite de precio superior.
- Plazo: dos órdenes de compra y venta con el mismo límite de precio se ejecutan en orden cronológico.

La sesión se desarrolla en varias etapas:

- Preapertura de 7.45 h. a 9.00 h., cuando las órdenes se acumulan en el libro central de órdenes, pero no se efectúa ninguna operación.
- Apertura a las 9.00 horas, cuando el sistema calcula, mediante subasta, un precio que permite intercambiar el gran número de órdenes recibidas.
- Negociación de 9.00 h. a 17.30 h., cuando la contratación es continua y la introducción de una nueva orden genera inmediatamente una o más operaciones, si el libro central de órdenes contiene órdenes en sentido contrario. El precio de ejecución es el límite de precio de la orden de contrapartida que se encuentra en el libro de órdenes.

(3) En el edificio de la Bolsa de París ya no se lleva a cabo la negociación de valores. Se utiliza para conferencias y otros actos.

- Precierre de 17.30 h. a 17.35 h., cuando las órdenes se acumulan en el libro central de órdenes, pero no se efectúan operaciones, al igual que en la preapertura.
- Cierre a las 17.35 horas, cuando se calcula, mediante subasta, un precio de cierre.

Tan pronto como se realiza una operación, el sistema de negociación:

- Envía confirmación a los miembros negociadores que introdujeron las órdenes de compra y de venta, con toda la información necesaria para contabilizarla.
- Envía instrucciones para su liquidación a la cámara de compensación Clearnet.
- Actualiza la información de las pantallas.

Difusión de la información: el sistema de negociación introduce automáticamente los datos en el sistema de difusión de información.

Liquidación: Francia introdujo en 1984 el sistema de anotaciones en cuentas, lo que significa que los valores se depositaban en intermediarios autorizados (entidades de crédito y empresas de servicios de inversión) que tenían cuenta en la central depositaria de valores SICOVAM (4).

Los títulos nominativos y al portador solo existen ahora en forma de anotaciones en cuenta y circulan únicamente como transferencias entre las cuentas de los intermediarios.

El sistema de liquidación se basa en dos principios fundamentales y en un sistema informático. El sistema ofrece también garantías a través de Clearnet SA, filial de Euronext. Los dos principios fundamentales son el procedimiento de entrega contra pago y un plazo de liquidación normalizado. Antes de cada liquidación se verifican los saldos que figuran en las cuentas de tesorería y de valores de los intermediarios para asegurarse de que no se efectúa el pago de valores que no pueden entregarse y que no se entregan valores cuando no puede efectuarse el pago.

Las operaciones se contabilizan en las cuentas de los clientes en D, la fecha de la operación y la fecha en la que se transfiere la propiedad. Posteriormente, en D + 3, es decir, tres días después de la operación, se realiza el adeudo en las cuentas de efectivo y de valores de los intermediarios.

El papel especial de SICOVAM

SICOVAM ha iniciado y dirigido los cambios más importantes que se han registrado en el mercado francés, como el paso al sistema de anotaciones en cuenta en 1984, el servicio de identificación de títulos al portador en 1987 y el sistema de liquidación electrónica de entrega contra pago, Relit, en 1991. La central depositaria ha anticipado y satisfecho siempre las necesidades de sus miembros. En Francia, SICOVAM ha intervenido prácticamente en cada operación con valores.

Introdujo para los custodios un conjunto de requerimientos, adoptado desde enero de 1995 en sus alrededor de 700 filiales y filiales de filiales, que prestan ahora servicios de una calidad inigualable. Entre estos se encuentra el requerimiento de segregar las cuentas de los clientes, lo que impide que los custodios utilicen los valores de sus clientes en sus operaciones por cuenta propia y refuerza la seguridad de los valores depositados.

En 1995, SICOVAM se unió con la Banque de France y con Saturne, su sistema de liquidación para bonos del Estado e instrumentos del mercado monetario. El resultado fue el establecimiento de un sistema de liquidación único para todo el mercado, denominado RGV (*Relit Grande Vitesse*), que comenzó a funcionar en 1999 y que fue el primer sistema de liquidación en efectuar pagos en firme en tiempo real.

(4) SICOVAM ha pasado a ser *Euroclear France* en enero de 2001.

2.5. Instrumentos financieros

2.5.1. Acciones

Una acción es un valor que representa una de las partes alícuotas en que se divide el capital social de una sociedad anónima. La titularidad de una acción se acredita mediante títulos o anotaciones en cuenta. Las acciones son valores de renta variable.

Existen distintos tipos de acciones:

- Acciones ordinarias: emitidas por empresas al ser admitidas a cotización y al ampliar su capital mediante la emisión de nuevas acciones.
- Acciones preferentes: a los accionistas con este tipo de acciones se les paga un dividendo que corresponde a un tipo de interés fijo con un riesgo limitado; su derecho es prioritario sobre los accionistas que poseen acciones ordinarias y cuyos dividendos dependen de los beneficios.
- Acciones preferentes sin derecho de voto: tienen el mismo valor nominal que las acciones ordinarias. A los accionistas con este tipo de acciones se les paga un dividendo preferente, pero no se les permite votar en la junta general de accionistas anual.

Las sociedades cotizadas pueden ser objeto de ofertas públicas de adquisición en las que las acciones se pagan en efectivo. Si se ofrecen acciones (habitualmente, emitidas por la empresa compradora) a cambio de una participación en la empresa, el procedimiento se denomina oferta pública de canje.

2.5.2. Bonos

Los bonos son valores que confieren al tenedor la condición de acreedor: sus características esenciales residen en el hecho de que son amortizables en las condiciones establecidas en el momento de su emisión y que, salvo en casos especiales, pagan un interés anual.

Las sociedades anónimas, el Estado, las administraciones locales y los organismos e instituciones del sector público pueden obtener financiación a largo plazo mediante la emisión de bonos.

Cada emisión tiene sus características específicas: vencimiento, número de valores emitidos, valor nominal de los valores, tipo de interés, fecha de pago del cupón, precio de emisión, precio y procedimiento de amortización.

OBLIGACIONES DE EMPRESA

Para proteger a los inversores, las únicas entidades autorizadas legalmente a emitir obligaciones de empresa son:

- Las sociedades anónimas, salvo las empresas de servicios de inversión,
- Los grupos industriales y las sociedades de desarrollo regional (SDR).

Cuando una empresa contrae un empréstito mediante la emisión de obligaciones, obtiene nuevos fondos, pero, a cambio, incurre en cargas financieras derivadas del pago de los intereses y de la amortización de las obligaciones.

Por otra parte, si una empresa amplía su capital mediante la venta de nuevas acciones a cambio de efectivo, la financiación obtenida acrecienta sus recursos propios. Recae entonces en la empresa la decisión de remunerar las nuevas acciones emitidas, lo que confiere a los accionistas el derecho a participar en el beneficio anual de la sociedad en forma de pago de dividendos.

El hecho de que una empresa elija entre la emisión de obligaciones o la de acciones depende de varios factores, tales como el carácter de sus necesidades de financiación y su reputación en el mercado de capitales.

Los tenedores de obligaciones de una misma emisión forman automáticamente un grupo que se preocupa de defender sus intereses.

BONOS CONVENCIONALES

Este es el tipo de bono más común. Se remuneran a un tipo de interés fijo y se amortizan al precio establecido en la emisión. Sus tenedores reciben a veces una prima de amortización.

BONOS A TIPO DE INTERÉS VARIABLE Y BONOS REVISABLES

Los primeros bonos a interés variable se emitieron en 1976. Sus intereses, que pueden pagarse semestral o anualmente, se calculan al final del período en función de la media mensual de los tipos del mercado monetario o de los tipos vigentes en el mercado de bonos en la fecha en que se calcula el pago. El interés pagado es igual al tipo de referencia más o menos un margen, que depende de la calidad crediticia del emisor.

Los primeros bonos a interés revisable se emitieron en 1980. El pago anual o semestral de los intereses se calcula al comienzo del período en función de la media mensual de los tipos del mercado monetario o del mercado de bonos en la fecha de emisión y en cada una de las fechas de revisión posteriores. Se ha creado, así, una gama de valores a tipo de interés fijo, pero durante un período dado, de entre seis meses y tres años, más corto que la vida completa del bono.

BONOS PERPETUOS SUBORDINADOS (TSDI)

Estos bonos solo pueden amortizarse cuando se liquida la empresa y después de que se haya pagado a todos los acreedores (salvo aquellos que hayan suscrito valores participativos). La comunidad financiera considera que son, prácticamente, recursos propios y tiene la ventaja de reforzar y estabilizar la financiación de la sociedad emisora.

BONOS CONVERTIBLES

Las empresas pueden emitir bonos que pueden convertirse en acciones.

El contrato de emisión debe precisar:

- Las condiciones y las bases de la conversión (por. ej., una acción por un bono).
- El período durante el cual los tenedores pueden convertir sus bonos en acciones. Las disposiciones legales estipulan que estas emisiones de bonos sean convertibles en todo momento.

Las empresas también pueden emitir bonos *intercambiables*:

- Por acciones que ya están emitidas y están en poder de terceros.
- O por acciones emitidas especialmente para ese fin.

En el segundo caso, la empresa amplía su capital al mismo tiempo que emite los bonos convertibles. Las acciones son suscritas por bancos o entidades con garantía bancaria.

BONOS CON WARRANTS DE RENTA FIJA (OBOS)

Algunos bonos son emitidos con un *warrant* que permite a los tenedores suscribir posteriormente un segundo en la fecha y al precio establecidos en el contrato de emisión.

BONOS CON WARRANTS DE RENTA VARIABLE (OBVA)

La Ley sobre Desarrollo y Protección de la Inversión, de 3 de enero de 1983, introdujo esta categoría de bonos.

Estos bonos incorporan uno o varios *warrants* que confieren a sus tenedores el derecho de suscribir acciones que serán emitidas por la empresa a uno o a varios precios predeterminados en los términos y condiciones establecidos en el contrato de emisión. El período de ejercicio de los *warrants* no debe exceder en más de tres meses la fecha de amortización final de los bonos.

BONOS CON CUPÓN ÚNICO

Una de las ventajas de un bono con cupón único es que asegura a los inversores un rendimiento fijo a su vencimiento.

Además, el interés devengado por un bono con cupón único no se paga todos los años, sino que se reinvierte para que produzca nuevos intereses. De ahí el nombre «interés compuesto».

BONOS CUPÓN CERO

Como sugiere su nombre, los bonos cupón cero no dan lugar a pagos de intereses anuales. Su remuneración, en forma de primas de amortización, se retrasa hasta el vencimiento del bono.

Cuando los bonos se segregan de los cupones y el principal y los intereses se negocian por separado en el mercado secundario, se denominan *strips* (*Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*).

Los bonos cupón cero y los *strips*, ambos creados en Estados Unidos, son bastante similares y ofrecen ventajas a los compradores e inversores en cuanto a su duración, ya que, dado que no hay pagos intermedios, desaparece la incertidumbre en cuanto al rendimiento de la reinversión. Ofrecen también ventajas fiscales, puesto que las ganancias se gravan después y/o a un tipo más bajo que el interés de un bono convencional.

Esta flexibilidad significa que el emisor puede ofrecer un rendimiento menos elevado en la fecha de emisión.

El Estado francés introdujo los *strips* en el mercado con la creación de sus *félins* en 1986. Estos primeros *strips* no fueron muy populares, pero prepararon el terreno para el mecanismo que se autorizó en Francia a partir de 1991, por el cual SICOVAM y los intermediarios en el mercado primario de deuda pública pueden segregar los bonos del Estado francés en el mercado secundario, al tiempo que se reservan el derecho de reconstituirlos posteriormente.

BONOS DEL ESTADO FRANCÉS (OAT)

Los bonos emitidos por el Estado francés, que se denominan actualmente *obligations assimilables du Trésor* (OAT) no son técnicamente distintos de los bonos convencionales. Son simplemente bonos cuyas características, recogidas en el contrato de emisión, son idénticas a las de emisiones anteriores, salvo por el precio de emisión. Ello significa que los distintos tramos pueden ser fungibles y que las emisiones posteriores pueden incorporarse a la misma cotización.

Además, después del fracaso de los FÉLIN (*Fonds d'état libres d'intérêt nominal*), *strips* introducidos en 1986, el Estado creó un nuevo tipo de *strips* en 1992. Esto supuso la separación de los bonos en el principal, en representación del capital, y una serie de cupones, y su negociación por separado en el mercado secundario. Esta técnica da lugar, realmente, a la creación de bonos cupón cero, ya que el inversor no recibe ningún pago intermedio antes de que venza el bono.

Después de que todos sus valores pasaran a estar denominados en euros el 4 de enero de 1999, el Estado francés se ha convertido, naturalmente, en el motor del mercado del euro, en el que los emisores, públicos y privados, deben ahora encontrar su lugar.

DEUDA PÚBLICA

El Estado dejó de utilizar grupos de entidades colocadoras en la emisión de distintos tipos de valores, cuando introdujo las subastas a mediados de los años ochenta. Sin embargo, en 1993 el Estado restableció este procedimiento de aseguramiento de las emisiones para el bono «Balladur», un bono al 6% con vencimiento en julio de 1997, por el que se obtuvo un total de 110 mm de francos franceses.

LETRAS DEL TESORO Y BONOS DEL ESTADO

Las letras y los bonos, junto con la deuda a largo plazo, permiten gestionar la liquidez en el corto y medio plazo de manera más flexible, lo que es especialmente útil en períodos en los que parece que los tipos de interés van a subir, ya que, en esos momentos, los inversores suelen preferir los instrumentos a corto plazo.

En esta categoría figuran dos tipos de valores que corresponden a necesidades diferentes:

- *Bons à taux fixe* (BTF) son letras del Tesoro emitidas a descuento a plazos inferiores a un año y sin pago de cupón, que se utilizan para satisfacer las necesidades de financiación a corto plazo que se producen a lo largo del año como resultado de las fluctuaciones en la tesorería del Estado. También se emplean para realizar intervenciones a corto plazo en los mercados. Representan menos del 10% de la deuda pública negociable.

- *Bons à taux fixe et intérêt annuel (BTAN)* son bonos del Estado a medio plazo con pagos de cupón anuales que se emiten con un vencimiento de entre dos y cinco años para gestionar a medio plazo la deuda pública. Constituyen un elemento fundamental en los programas de emisión del Tesoro y son el puente de unión entre los BTF y las OAT. Representan una parte importante de la deuda pública negociable, cuyo porcentaje oscila habitualmente entre el 20% y el 30%.

TÉCNICAS DE EMISIÓN Y GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Al ser plenamente consciente de que los mercados son, con mucho, su principal fuente de financiación, el Estado francés gestiona su deuda en función de tres objetivos principales:

- Reducir el coste aparente y real de la deuda y reajustar los plazos en la medida de lo posible, utilizando todas las técnicas que han resultado ser eficaces en el sector privado, sobre todo los *swaps*.
- Ser pionero en la introducción y desarrollo de nuevos instrumentos en el mercado de París.
- Mejorar de forma permanente las condiciones de endeudamiento en el mercado de bonos.

Esta política se apoya en varios instrumentos:

a) Las subastas del Tesoro

Las subastas del Tesoro son la técnica preferida en Francia para emitir valores públicos. A partir de 1973 se utilizaron para emitir bonos del Estado en cuenta corriente; las subastas de OAT comenzaron a finales de 1985 y a ellas le siguieron las de BTF y de BTAN. La técnica de las subastas se basa en el principio de la competencia en las pujas, lo que garantiza la transparencia de las emisiones y contribuye a la confianza de los emisores.

La Banque de France, en calidad de proveedora de servicios para el Tesoro y las entidades que participan en las subastas, desarrolló el sistema electrónico de subastas Telsat (*télétransmission des soumissions aux adjudications de valeurs du Trésor*). La Dirección de Valores de la Banque de France emplea este sistema para transmitir las pujas al Tesoro un minuto después de la hora límite para su presentación.

b) El fondo para la gestión de la deuda pública [*fonds de soutien des rentes et valeurs du Trésor (FSR)*]

Además de modernizar su política de emisión, el Tesoro francés tuvo que mejorar la gestión del mercado secundario de deuda pública mediante la intervención de este fondo. El fondo puede realizar todo tipo de operaciones con todos los valores emitidos por el Estado. La Agencia France Trésor, creada el 8 de febrero de 2001 y dependiente del Director General del Tesoro, es responsable de la gestión de la liquidez y de la deuda del Estado.

c) Especialistas en deuda pública [*spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)*]

El Tesoro cuenta con una red de veinte intermediarios financieros especializados (entre los que figuran 10 entidades extranjeras) que trabajan a semejanza de los *primary dealers*

norteamericanos. Estos especialistas en letras del Tesoro y en bonos y obligaciones del Estado son responsables de colocar las emisiones y de crear para ellos un mercado secundario. Al trabajar con esta red, el Tesoro logra un objetivo cuádruple: garantizar la transparencia y la liquidez en el mercado secundario de deuda pública; disponer de la mejor información posible sobre los mercados financieros; promover consultas sobre las políticas de emisión de valores públicos, y asegurar la internacionalización de la colocación de la deuda pública francesa.

Los especialistas en deuda pública son, por lo general, aunque no exclusivamente, entidades de crédito, que han de respetar los compromisos siguientes:

- Emplear un equipo de profesionales en materia de valores del Tesoro para colocar las emisiones con los inversores y negociarlas en el mercado secundario de deuda pública.
- Cotizar permanentemente los tipos de compra y venta para las principales emisiones del Tesoro.
- Realizar importantes esfuerzos para colocar la deuda pública.
- Pujar de forma regular y significativa en las subastas del Tesoro.

A cambio, el Tesoro se compromete también con ellos a:

- Reunirse periódicamente con ellos.
- Permitir su participación en la elaboración de su política de emisión.
- Concederle el derecho de realizar pujas no competitivas.
- Concederles el derecho de segregar y reconstituir las OAT.

Hoy día, las OAT ocupan los treinta primeros lugares de la cotización en términos de capitalización y liquidez.

2.5.3. Valores del mercado monetario

Los mercados financieros franceses se caracterizaban, tradicionalmente, por su compartimentación. El mercado financiero a corto plazo (mercado monetario) estaba totalmente separado del mercado a medio y largo plazo (mercado de capitales). El acceso a cada mercado quedaba restringido a determinados agentes económicos. Por ejemplo, los particulares y las empresas no podían acceder al mercado monetario, que, salvo raras excepciones, estaba abierto solamente a las entidades de crédito.

ANTECEDENTES HISTÓRICOS

De conformidad con el artículo 19.1 de la Ley n.º 91.716, de 26 de julio de 1991, «los instrumentos de deuda negociables son valores emitidos a la discreción del emisor y negociados en mercados regulados y no regulados, representando cada uno de ellos un derecho del emisor durante un período determinado». El mercado de estos instrumentos, que se inició en 1985 con valores a corto plazo, se expandió considerablemente en 1992 con la introducción de bonos a medio plazo negociables. Este hecho supuso la división del mercado monetario en dos segmentos diferenciados: el segmento a corto plazo, en el que se negocian valores con plazo a

la emisión inferior a un año, y el segmento a medio y largo plazo, en el que se negocian valores con plazo a la emisión superior a un año. Este sigue siendo el esquema vigente.

La introducción de los valores del mercado monetario se inscribe en la reforma del mercado monetario llevada a cabo a mediados de los años ochenta, que se tradujo en la descompartimentación del mercado financiero al ampliar la gama y la calidad de los instrumentos a disposición de los prestatarios y prestamistas, de manera que sus necesidades de financiación y de inversión pudieran satisfacerse mejor. En términos muy generales, la reforma consistió en distinguir, dentro del mercado monetario, entre:

El mercado interbancario, al que solo tienen acceso las entidades de crédito y las instituciones mencionadas en el artículo 8 de la Ley Bancaria francesa de 1984 (Tesoro, Banque de France, los servicios financieros de Correos, la Caisse des Dépôts et Consignations, el Institut d'Émission des Départements d'Outre-mer, el Institut d'Émission d'Outre-mer). En 1997, el reglamento 85-17, modificado, también les permitió el acceso parcial a las empresas de servicios de inversión.

El mercado monetario, abierto a todos los agentes económicos, pero en el que existen diferencias entre los valores, dependiendo de la naturaleza del emisor y de los plazos.

Hasta la reforma reglamentaria de 1998 (véase más adelante), había cuatro categorías de valores:

1. *Certificados de depósito (CD)*, introducidos en marzo de 1985, son valores a corto plazo emitidos por las entidades bancarias.
2. *Bonos emitidos por entidades e instituciones financieras (BISF)*, inicialmente, cuando se introdujeron en 1985, solo las instituciones financieras especializadas podían emitirlos; luego, en mayo de 1986, se concedió el derecho de emisión a las instituciones financieras y, por último, en marzo de 1987, se autorizó a las sociedades y agencias de valores. Inicialmente, el plazo de emisión de estos bonos se fijó en dos años, que se redujeron a diez días en marzo de 1987. Esta categoría de valores fue abolida en 1999, pero los mismos emisores pueden ahora emitir certificados de depósito.
3. *Pagarés de empresa (CP)* es otro tipo de valor a corto plazo introducido en diciembre de 1985. Lo utilizan fundamentalmente las empresas industriales y comerciales.
4. El plazo máximo a la emisión de estos distintos valores se fijó en siete años, y los valores con plazos más largos se negociaban en el mercado de bonos. Sin embargo, con la introducción de los *bonos a medio plazo negociables* en marzo de 1992, el máximo se ha acortado gradualmente hasta un año, de manera que estos puedan utilizarse para ofrecer una gama continua de emisiones con plazos superiores a un año.

En este momento, los emisores y los inversores cuentan con una gama continua de vencimientos, desde el muy corto plazo al largo plazo. Al mismo tiempo, el vencimiento mínimo de los bonos también se ha acortado paulatinamente, de manera que, ahora, se pueden emitir diferentes tipos de valores con el mismo plazo de la emisión.

La última reforma de importancia se llevó a cabo a finales de 1998 para tener en cuenta las prácticas existentes en los mercados monetarios de otros países, que compiten con el mercado monetario francés, e incorporar las consecuencias de la unificación europea y, sobre todo, de la Ley de Modernización de las Actividades Financieras de 2 de julio de 1996, transposición de la Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables

ORGANIZACIÓN DEL MERCADO. PANORÁMICA A 1 DE ENERO DE 1999

Instrumentos	Certificados de depósito	Pagarés de empresa	Bonos a medio plazo negociables
Características			
Emisores	<ul style="list-style-type: none"> - Entidades de crédito residentes y no residentes. - Caisse des Dépôts et Consignations. 	<ul style="list-style-type: none"> - Entidades no bancarias residentes y no residentes, con dos años de antigüedad, y constituidas en sociedades anónimas, empresas públicas, cooperativas, sociedades colectivas, cuyos miembros pueden ser emisores. - Empresas de servicios de inversión. - Entidades de la CEE y organizaciones internacionales a las que pertenezca Francia. 	<ul style="list-style-type: none"> - Todos los posibles emisores de certificados de depósito o de pagarés de empresa.
Plazo de la emisión	1 día a 1 año.	1 día a 1 año.	1 día a 1 año o más.
Cuantía mínima	1 millón de francos o el contravalor de 1 millón de francos en euros o en moneda extranjera.		
Anotación en cuenta	Obligatoria desde el 26 de enero de 1993.		
Calificación crediticia	<p>Opcional.</p> <p>Los emisores con calificación crediticia están sujetos a procedimientos de información simplificados.</p> <p>La calificación debe concederla una agencia de calificación crediticia especializada incluida en la lista elaborada por el Ministerio de Economía.</p>		
Autorización de la COB	Los emisores sin calificación crediticia no domiciliados en Francia precisan la autorización de la COB.	Los emisores sin calificación crediticia precisan la autorización de la COB.	Los emisores no bancarios y las entidades de crédito sin calificación crediticia, no domiciliados en Francia, precisan la autorización de la COB.
	<p>La autorización de la COB deja de ser válida si el emisor se ausenta del mercado durante más de un año.</p> <p>La COB puede retirar su autorización si el emisor no cumple con sus obligaciones de información.</p>		
Precio de emisión	Los valores de deuda negociables pueden emitirse a descuento e incluyen una prima de amortización. Si la emisión de un valor de deuda negociable no garantiza la amortización de la totalidad del principal, el folleto debe advertir de ello. Además, en el momento de la emisión, ha de especificarse la parte principal garantizada por el emisor.		
Moneda de emisión	Euro (incluidas las denominaciones nacionales) o monedas extranjeras, a menos que estén prohibidas temporalmente por la Banque de France.		
Remuneración	<p>Sin restricciones.</p> <p>Cuando la remuneración varía en función de una cláusula de indicación que no se refiere a un tipo habitual del mercado interbancario, del mercado de dinero o del mercado de bonos, se debe informar de dicha cláusula a la Banque de France antes de la emisión.</p>		
Recompras	<p>Sin restricciones.</p> <p>Los emisores informarán mensualmente a la Banque de France de sus recompras.</p>		
Amortización anticipada y cancelación de valores	<p>Sin restricciones.</p> <p>Los emisores informarán semanalmente a la Banque de France de amortizaciones anticipadas.</p>		

de 10 de mayo de 1993. Los cambios en la normativa francesa tienen dos objetivos fundamentales: modernizar el mercado y abrirlo a los participantes europeos e internacionales.

Los principales resultados de la reforma fueron:

- Abolir la categoría de bonos emitidos por las entidades e instituciones financieras, que se había compartimentado en exceso, y fusionarla con la categoría de certificados de depósito.
- Reducir el plazo mínimo de los valores a corto plazo de 10 días a uno.
- Desregular completamente la remuneración de los valores.

ESQUEMA 3

ORGANIZACIÓN DEL MERCADO. PANORÁMICA A 1 DE ENERO DE 1999 (continuación)

Instrumentos Características	Certificados de depósito	Pagarés de empresa	Bonos a medio plazo negociables
Garantía (si la hubiere)	<p>La garantía la puede proporcionar</p> <p>Una entidad de crédito facultada para ello.</p> <p>Una empresa de servicios financieros autorizada a emitir pagarés de empresa, si al menos esta posee, directa o indirectamente, el 20% del capital del emisor o si al menos el 20% pertenece, directa o indirectamente, al emisor.</p>	<p>Además, para los emisores mencionados en los guiones segundo, tercero y cuarto del artículo 19 de la Ley de 26 de julio, una entidad autorizada a emitir pagarés de empresa si al menos esta posee, directa o indirectamente, el 20% del capital del emisor o si al menos el 20% pertenece, directa o indirectamente, al emisor.</p>	En función de la naturaleza del emisor, estos valores pueden garantizarse de conformidad con las reglas aplicables a los certificados de depósito o a los pagarés de empresa.
Gestor, agente de pagos	<p>El agente de pagos debe ser una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión domiciliada en Francia o la Caisse des Dépôts et Consignations (las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión radicadas en Francia pueden actuar como agente de pagos para sus propios valores).</p> <p>A petición de los emisores, SICOVAM puede gestionar los valores.</p>		
Colocación y negociación	Colocación y negociación por entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y la Caisse des Dépôts et Consignation.		
Supervisión del mercado, sanciones	La Banque de France adopta las medidas necesarias para asegurar el buen funcionamiento del mercado. La Banque de France puede suspender o prohibir la emisión de un emisor si no acata las disposiciones en vigor.		
Categoría monetaria: valores con plazo de la emisión inferior a dos años	<p>Cuando sus tenedores son agentes no financieros o clientes financieros (empresas de servicios de inversión y fondos del mercado monetario):</p> <p>M 3 – M 2</p>		<p>Valores emitidos por entidades de crédito si sus tenedores son agentes no financieros o clientes financieros (empresas de servicios de inversión y fondos del mercado monetario):</p> <p>M 3 – M 2</p>
Reservas obligatorias	<p>Salvo por los valores en poder de entidades de crédito sujetas a reservas mínimas obligatorias en el contexto del SEBC (en cuyo caso se requiere la justificación de quién es el tenedor final), las reservas obligatorias que se aplican al saldo vivo de los certificados de depósito emitidos son del 2%.</p>		<p>Salvo por los valores en poder de entidades de crédito sujetas a reservas mínimas obligatorias en el contexto del SEBC (en cuyo caso se requiere la justificación de quién es el tenedor final), las reservas obligatorias que se aplican al saldo vivo de los bonos a medio plazo negociables son:</p> <p>2% para los valores con plazo a la emisión inferior a los 2 años.</p> <p>0% para los valores con plazo a la emisión superior a los 2 años.</p>
Obligaciones de información	<p>Presentación de un informe financiero a la Banque de France dos semanas antes de que se produzca la primera emisión. El informe debe actualizarse anualmente.</p> <p>Los emisores sin calificar deben presentar un informe financiero a la COB un mes antes de que se produzca la primera emisión y recibir su aprobación. El informe debe actualizarse anualmente.</p> <p>Los emisores sin calificación crediticia deben presentar a la Banque de France y a la COB un balance de situación semestral y un estado financiero trimestral.</p>		

- Abrir el mercado de certificados de depósitos a las entidades de crédito no residentes.
- Permitir que las empresas de servicios de inversión emitan pagarés de empresa.
- Autorizar a los proveedores europeos de servicios financieros a participar en la colocación y negociación de valores.

3. SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

3.1. Introducción

Las sociedades no financieras, para financiar sus activos circulantes reales y acometer los proyectos de inversión, cuentan, en primera instancia, con los fondos obtenidos de las operaciones corrientes o de la explotación (lo que, en términos de contabilidad de empresa, se denomina autofinanciación y, en términos de contabilidad nacional, ahorro bruto) y con las subvenciones de capital, o transferencias de capital, según la denominación de la contabilidad nacional. En la medida en que estos recursos no sean suficientes, las empresas presentan necesidad de financiación, precisando en este caso conseguir los fondos adicionales en fuentes externas a la propia empresa. Las opciones existentes son:

- a) Acudir a los mercados financieros para:
 - Solicitar préstamos de intermediarios financieros, fundamentalmente bancos y cajas de ahorros.
 - La colocación de valores (pagarés, obligaciones y acciones) directamente entre los ahorradores e intermediarios financieros.
 - Vender activos financieros, en particular la cartera de valores. Un caso particular de esta vía de financiación son las Ofertas Públicas de Venta (OPV).
- b) Acceder a una de las dos vías por las que las empresas pueden conseguir fondos sin recurrir al mercado financiero. Se trata del crédito concedido por los proveedores y la financiación recibida de las empresas del grupo.

A continuación se van a describir los distintos aspectos de la primera de esas dos vías, tanto del mercado financiero, en el que las empresas obtienen fondos mediante préstamos de entidades de crédito, colocación de valores entre inversores e intermediarios financieros y venta de activos financieros o *mercados primarios o de emisión*, como de los mercados donde se compran y venden valores ya emitidos o *mercados secundarios organizados o de negociación*.

3.2. Mercado primario de financiación de las empresas

3.2.1. Financiación a través de entidades de crédito

En España se distinguen las siguientes entidades de crédito: bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, establecimientos financieros de crédito (EFC) y el Instituto de Crédito Oficial (ICO). La importancia de cada tipología es muy distinta, como se comprueba en los cuadros que aparecen a continuación. Los bancos tienen un peso en torno al 50% del crédito total que se concede a otros sectores residentes (sociedades no financieras y hogares), seguido de las cajas de ahorros con aproximadamente el 40%, mientras que las cooperativas de crédito, los EFC y el ICO suman entre los tres el 10 % restante.

El cuadro siguiente informa del total de préstamos que las entidades de crédito han concedido a las sociedades no financieras en los años 1997 a 2000, y de la importancia que

CUADRO 5

ENTIDADES DE CRÉDITO. NÚMERO DE ENTIDADES Y EMPLEADOS

	1997		1998		1999		2000	
	n.º	n.º	n.º	n.º	n.º	n.º	n.º	n.º
	entidades	empleados	entidades	empleados	entidades	empleados	entidades	empleados
Bancos residentes	159	139.198	152	135.164	146	131.460	141	127.582
Cajas de ahorros	51	90.153	51	93.812	50	97.276	48	101.718
Cooperativas de crédito	97	12.804	97	13.292	94	13.855	92	14.495
EFC	108	4.936	103	5.154	96	5.229	86	4.889
ICO	1	270	1	263	1	264	1	267
TOTAL	416	247.361	404	247.685	387	248.084	368	243.795

Fuente: *Boletín estadístico*, Banco de España.

tienen respecto del total de la financiación recibida por las empresas, tanto en flujos como en saldos.

Además de las entidades de crédito, en España hay que mencionar a otras sociedades que contribuyen a la financiación de las empresas españolas, fundamentalmente las PYMES. Se trata de las *sociedades de capital-riesgo* (SCR) y las *sociedades de garantía recíproca* (SGR). Las primeras son sociedades anónimas que se dedican a invertir sus propios recursos en financiación temporal y con carácter minoritario, de pymes innovadoras, no financieras y en principio no cotizadas, aportando también un valor añadido en forma de apoyo gerencial.

Por su parte, las SGR son un instrumento de promoción empresarial que facilita el crédito a la PYME, al permitirle orientar, promocionar e incentivar la financiación de la inversión por ellas avalada. Su objeto social consiste en prestar garantías por aval o por cualquier otro medio admitido a favor de sus socios ante las instituciones financieras, con el fin de conseguir líneas de financiación privilegiada o mejores condiciones crediticias que las que obtendrían por sí solas en el mercado, así como asesoramiento sobre alternativas de financiación a proyectos de inversión. No pueden conceder directamente ninguna clase de créditos a sus socios. Sus asociados pueden ser cualquier clase de PYME, independientemente de la actividad que realicen.

Puede consultarse más información sobre estos instrumentos financieros al servicio de la empresa española en la versión electrónica del documento «Corporate finance in Europe from 1986 to 1996», publicado por el grupo de trabajo de fondos propios del Comité Europeo de Centrales de Balances (CECB).

CUADRO 6

CRÉDITO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES

	mm de euros			
	1997	1998	1999	2000
Bancos residentes	183.962	209.650	237.078	272.799
Cajas de ahorros	133.293	161.912	188.995	227.803
Cooperativas de crédito	15.462	18.583	22.065	26.031
EFC	17.633	19.503	23.813	27.281
ICO	3.996	4.205	5.014	5.494
TOTAL	354.346	413.854	476.966	559.407

Fuente: *Boletín Estadístico*, Banco de España.

CUADRO 7

CRÉDITO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES

	%			
	1997	1998	1999	2000
Bancos residentes	51,9	50,7	49,7	48,8
Cajas de ahorros	37,6	39,1	39,6	40,7
Cooperativas de crédito	4,4	4,5	4,6	4,7
EFC	5,0	4,7	5,0	4,9
ICO	1,1	1,0	1,1	1,0
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: *Boletín estadístico*, Banco de España.

3.2.2. Financiación mediante emisión de valores

Las emisiones de valores basan su regulación, fundamentalmente, en dos normativas: la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) y la Ley del Mercado de Valores (LMV), junto con sus respectivas disposiciones complementarias. La LSA contiene una regulación específica para cada tipo de valor (pagarés, obligaciones y acciones). En cambio, la LMV contiene unas disposiciones generales que debe cumplir toda emisión de valores, independientemente de su forma:

1. Comunicar la emisión a la CNMV, aportando los documentos que acrediten el acuerdo de emisión, las características de los valores emitidos y los derechos y obligaciones de sus tenedores.
2. Tener auditadas las cuentas anuales de la sociedad.
3. Editar un folleto que contenga la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone. Este folleto debe presentarse a la CNMV.

Por el lado de la oferta, varios cambios regulatorios (5) introducidos en 1998 han facilitado las posteriores emisiones realizadas de renta fija privada y las operaciones de ampliación de

(5) Real Decreto 2590/1998 sobre modificaciones del régimen jurídico del los mercados de valores y Ley 37/1998 de reforma de la Ley del mercado de valores.

CUADRO 8

PRÉSTAMOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS

	mm de euros, %			
	1997	1998	1999	2000
A. Préstamos a soc. no financieras (flujo)	19.459	25.524	29.962	46.533
B. Préstamos a soc. no financieras (saldo)	178.109	201.969	232.163	278.165
<i>Peso sobre cont. pasivo (A/Pro mem. 1)(%)</i>	32,8	31,3	25,7	24,1
<i>Peso sobre total pasivo (A/Pro mem. 2)(%)</i>	17,7	16,3	15,5	16,5
Pro memoria:				
1. Contratación neta pasivos (flujos)	59.302	81.598	116.728	189.132
2. Total pasivos (saldo)	1.005.084	1.242.150	1.498.853	1.687.304

Fuente: *Cuentas financieras de la economía española*, Banco de España.

capital, al flexibilizar, simplificar y abaratar el proceso de emisión, y ampliar el abanico de instrumentos disponibles. En concreto, las normas introdujeron el folleto-programa, que permite realizar varias emisiones sin necesidad de presentar un folleto completo en cada emisión específica, y eliminaron el folleto de admisión. Asimismo, se ha posibilitado la inscripción de las ampliaciones de capital antes de su efectiva ejecución, contemplando la emisión de varias modalidades de acciones (rescatables, sin voto, con dividendo preferente y acciones preferentes). Además, la ampliación de la regulación sobre titulización de activos (6) introdujo mayor flexibilidad en las operaciones de titulización y amplió la gama de activos susceptibles de ser titulizados, aunque su efectividad sea todavía escasa, dado que se observa un menor peso de titulación de activos en España en relación con otros mercados más desarrollados.

Por el lado de la demanda, la inclusión a partir de 1999 de valores de renta fija emitidos por empresas privadas e, incluso, préstamos de determinada cuantía en las listas de colateral (*tier two*) que sirven de garantía en las operaciones de inyección de liquidez del SEBC al Euro-sistema, ha impulsado la demanda de este tipo de valores por parte de las entidades de crédito. Asimismo, la fiscalidad aplicable a las emisiones de renta fija de las empresas privadas —que, exime de retención a las personas jurídicas por la rentabilidad obtenida y equipara su fiscalidad con la deuda del Estado— ha estimulado la demanda de estos instrumentos.

3.2.2.1. EMISIÓN DE PAGARÉS DE EMPRESA

Se conciben como instrumento de financiación a corto plazo. La emisión de pagarés de empresa con vencimiento superior a dieciocho meses requiere una mayor obligación de registro en la CNMV (Orden de 28/5/1999). La LSA no establece ninguna norma especial para su emisión, por lo que queda al buen criterio del Consejo de Administración. La emisión de pagarés de empresa puede subastarse directamente o negociarse su colocación con una entidad bancaria que se encarga de venderlos a los clientes.

3.2.2.2. EMISIÓN DE OBLIGACIONES

- La emisión de obligaciones por parte de una sociedad anónima debe ser aprobada por su Junta General de Accionistas, que puede delegar esta facultad en el Consejo de Administración, salvo en el caso de las obligaciones convertibles.
- La LSA establece que el valor contable del volumen total de obligaciones en circulación no puede exceder el valor contable de los fondos propios —capital más reservas, incluyendo las actualizaciones del activo legalmente autorizadas— según balance.
- Debe constituirse un sindicato de obligacionistas para velar por los intereses de los mismos.
- Habitualmente, estos empréstitos se amortizan según el denominado «sistema francés», compuesto de una cuota constante de amortización financiera e intereses. El *sinking fund* o fondo de amortización, método usual en el sistema financiero norteamericano, raramente se aplica. Otra variante es la emisión a cupón cero, en la que los valores se adquieren por su valor nominal (o por debajo de él) y se amortizan con diferentes primas según el plazo de reembolso. El pago de los intereses se realiza a la maduración de la deuda.

(6) Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo.

**VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y OTRAS PARTICIPACIONES DE PASIVO
DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESIDENTES EN ESPAÑA**

mm de euros, % y udes.

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>
A. Emisiones netas (millones de euros)	-834	-533	2.544	-2.875
A corto plazo	164	430	1.144	-4.149
A medio y largo plazo	-999	-964	1.400	1.274
% emisiones sobre contracción neta pasivos (A/Pro memoria 1)	-1,4	-0,6	2,2	-1,5
B. Saldos vivos (millones de euros)	21.022	20.611	23.463	21.317
A corto plazo	5.529	5.921	7.180	3.099
A medio y largo plazo	15.493	14.690	16.283	18.218
% saldo valores sobre total pasivos (B/Pro memoria 2)	2,1	1,7	1,6	1,3
C. Número emisores activos (a)	n.a.	9	10	7
A corto plazo	n.a.	6	5	4
A largo plazo	n.a.	5	8	6
Pro memoria				
1. Contracción neta pasivos (flujo)	59.302	81.598	116.728	189.132
2. Total pasivos (saldo)	1.005.084	1.242.150	1.498.853	1.687.304

Fuentes: CNMV y Banco de España (*Cuentas financieras de la economía española*).

(a) Por emisores activos se entiende aquellos cuyas emisiones netas son positivas.

A partir de los datos del cuadro 5 se puede comprobar que las emisiones realizadas de valores distintos de acciones y otras participaciones por las empresas residentes en los últimos años no han crecido. Las emisiones netas de 1997 a 2000 han registrado importes negativos, excepto el año 1999. En el caso de las emisiones de valores de renta fija, estas representan en el 2000 el -1,5% de la financiación total recibida (contracción neta de pasivos, en términos de contabilidad nacional). Y en saldos, los valores de renta fija representaron en ese año el 1,3% respecto del total pasivo. Adicionalmente, debe considerarse la gran concentración existente en el uso de esta vía de financiación: solamente siete empresas obtuvieron financiación neta positiva en el período 1999-2000. De ellas, cuatro empresas obtuvieron el 75% del volumen total de dicha financiación.

En conclusión, la información disponible sugiere que el fuerte aumento de las emisiones de renta fija se ha concentrado en un reducido número de grandes empresas que, coyunturalmente, han necesitado elevados volúmenes de financiación que, en cualquier caso, no es significativa en el agregado total de las sociedades no financieras. Esta evolución indica que, a pesar de los cambios realizados por la Administración para crear un contexto más propicio para la actividad emisora, otros factores de índole estructural, de muy lenta evolución, tales como atomización del entramado industrial, los problemas de asimetría informativa o la política crediticia de la banca española, continúan limitando el desarrollo de este mercado.

3.2.2.3. EMISIÓN DE ACCIONES ORDINARIAS

Las emisiones de acciones ordinarias son la vía más común de financiación en la constitución y ampliación de capital de las sociedades anónimas (sobre la importancia de este tipo de forma jurídica en España, informa el texto principal del estudio, en su capítulo II). Los aspectos específicos de constitución de sociedades se recogen en la LSA, que fija el capital social mínimo de una sociedad anónima española en 10 millones de pesetas (60.100 euros).

En el sistema financiero español todas las ampliaciones de capital tienen lugar mediante suscripción privilegiada, es decir, reconociendo a los antiguos accionistas el derecho a suscribir nuevas acciones emitidas. La LSA establece la inaplicación del derecho preferente de suscripción cuando la ampliación de capital es fruto de la conversión de obligaciones en acciones, de la absorción de otra sociedad, de parte del patrimonio escindido de otra sociedad, o de adquisición de acciones a través de una OPA.

El precio de emisión de nuevas acciones debe situarse entre el límite mínimo del valor nominal, por razones legales, y el límite máximo del precio de mercado, por razones económicas.

La LSA y la LMV imponen una serie de requisitos para llevar a cabo una ampliación de capital que una empresa debe cumplir para asegurar que la operación se realice con las debidas garantías mercantiles y financieras. Las exigidas por la LSA son las siguientes:

1. La aprobación del aumento de capital por la Junta General de Accionistas, que puede delegar en los administradores la facultad de ampliar capital, dentro de las condiciones especificadas por la Ley.
2. El reconocimiento del derecho de los antiguos accionistas a suscribir las nuevas acciones con carácter preferente y en proporción al número de acciones que poseen en el momento de la ampliación, durante un plazo no inferior a un mes, con las salvedades y excepciones antes señaladas. Recientes cambios regulatorios (7) han supuesto un tratamiento más ágil de la renuncia de los derechos de suscripción, lo que ha propiciado el incremento del número y volumen de las ampliaciones de capital.
3. Si la ampliación de capital tiene lugar por suscripción pública [oferta pública de suscripción (OPS)], debe facilitarse a los suscriptores de nuevas acciones un «boletín de suscripción», donde consten los datos más importantes de la ampliación y de la suscripción efectuada.
4. La inscripción en el Registro Mercantil del acuerdo de aumento de capital y la ejecución del mismo.
5. Desembolso mínimo del 25% del valor nominal en el momento de efectuar la ampliación.

3.2.2.4. EMISIÓN DE ACCIONES SIN VOTO Y ACCIONES PRIVILEGIADAS

Las sociedades anónimas tienen la posibilidad de emitir acciones sin voto que dan derecho a un dividendo mínimo. Este dividendo mínimo debe estar previsto en los estatutos de la sociedad y no puede ser inferior al 5% del capital desembolsado por cada acción sin voto.

La LSA contempla también la emisión de acciones que confieran algún privilegio respecto de las acciones ordinarias.

3.2.2.5. OFERTA PÚBLICA DE VENTA (OPV)

En España, las OPV están reguladas por el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de valores, cuyo contenido es congruente con las disposi-

(7) El artículo 159 de la LSA autorizó la exclusión del derecho preferente de suscripción, bajo el cumplimiento de ciertas condiciones. Posteriormente las leyes 37/1998 y 50/1998 autorizaron que las sociedades cotizadas puedan excluir y además emitir por un valor inferior al real (de cotización).

ciones comunitarias en la materia y, concretamente, con lo establecido en la Directiva 89/298/CEE, relativa al folleto de emisión. Este RD las define como «el ofrecimiento al público de valores negociables en el territorio nacional, por cuenta del emisor o de tercero, y cuya emisión no esté sujeta al cumplimiento de todos los requisitos previstos para las emisiones de valores, o hubiera tenido lugar con antelación superior a dos años, respecto a la fecha de la oferta pública». Posteriormente, ese RD se ha visto modificado por el RD 2590/1998 para introducir una mejora en relación con el desarrollo de las actividades publicitarias.

Las OPV se utilizan para las salidas a Bolsa de las empresas que ofrecen sus acciones al público. Pueden o no realizarse con una ampliación de capital simultánea (que, por otra parte, son consideradas OPS y como tales se recogen en las estadísticas nacionales). Constituye uno de los instrumentos más utilizados para la privatización de empresas públicas. Las características principales de una OPV son las siguientes:

- La oferta pública se suele asociar a la venta de acciones que cotizan en Bolsa o que tras la operación serán admitidas a cotizar.
- Se acostumbra a fijar un importe nominal inicial de la oferta, que en algunos casos puede ser ampliado en función de las opciones de compra que puedan ejercer las entidades aseguradoras o los intermediarios financieros que intervienen en la operación (*green shoe*) o por indicación del propio oferente.
- La oferta puede distribuirse en diferentes tramos cuyo tamaño es determinado *a priori* o *a posteriori* por el oferente, dependiendo de la demanda alcanzada:
 - Nacional o internacional.
 - Minorista o institucional. Dentro del tramo minorista se reserva adicionalmente, en algunos casos, un tramo para empleados.
- Hay que distinguir las siguientes figuras en una OPV:
 - Los coordinadores globales: coordinan la oferta en todos sus tramos.
 - La entidad agente: realiza los cobros y pagos, efectúa los prorrateos y representa al oferente ante las entidades colocadoras no asociadas.
 - Las entidades aseguradoras: asumen un compromiso de colocación y aseguramiento de la oferta.
 - El sindicato: conjunto de entidades involucradas en la operación.
- Se definen tres tipos de comisiones a pagar a estas entidades: dirección, aseguramiento y colocación.
- Hay un calendario-tipo para estas operaciones.

3.2.2.6. EMISIÓN DE PARTICIPACIONES

La forma jurídica predominante en España es la Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL), tal como se informa en el capítulo II del documento principal de este estudio. Este tipo de sociedad, junto con el resto de formas jurídicas (sociedades cooperativas, colectivas, comanditarias simples, organismos autónomos comerciales e industriales, entes públicos), emite participaciones. La intensidad registrada en los últimos años en la creación de empresas y, en especial, bajo la forma jurídica de SRL hace que sea la emisión de participaciones, junto con la de acciones no cotizadas, la vía predominante de financiación, en los mercados primarios, a los que acuden las sociedades no financieras y, en especial, las PYME (véase cuadro 6). Buena parte de la regulación que recae sobre las SRL deriva de la normativa existente para las SA, si bien existe una ley específica que las regula. Las diferencias principales entre ambas normas, por lo que respecta al contenido de este documento, se refieren a:

1. El importe mínimo exigido para la constitución de una SL es de 500.000 pesetas (3.000 euros), frente a los 10 millones de pesetas en las SA, y debe estar totalmente desembolsado (a diferencia de las SA, en las que se exige un mínimo desembolsado del 25% del valor nominal).
2. La ley establece expresamente que las participaciones de las SRL no tienen la consideración de valores (8), y no pueden estar representadas por medio de valores o de anotaciones en cuenta.
3. La transmisión de las participaciones está sujeta a una serie de requisitos, que hace que sea en la práctica imposible negociar con ellas, lo que explica que no pueda existir un mercado secundario de participaciones. Las SRL, tal como declara la exposición de motivos de la ley que las regula, es una sociedad específicamente creada para las de pequeña dimensión.

Del cuadro 6 se desprende el creciente aumento de las emisiones de valores de renta variable (en la terminología propia de la contabilidad nacional, acciones y otras participaciones). Los amplios volúmenes de colocaciones de acciones cotizadas que han contribuido a incrementar significativamente el tamaño de los mercados bursátiles españoles se han debido, en los años 1997 y 1998 a las OPV derivadas del proceso privatizador, y en 1999 y 2000, a las operaciones de suscripción realizadas por un reducido número de empresas cotizadas con elevadas necesidades de financiación, debidas tanto a los procesos de expansión internacional y fusiones y adquisiciones realizadas como a los costes de adquisición de las licencias de UMTS en el caso de las sociedades del sector de telecomunicaciones. La emisión de acciones cotizadas llegó a representar el 9,6% del total de la financiación recibida por las sociedades no financieras en el año 2000.

Las principales fuentes de financiación, de acuerdo con la información global suministrada por las cuentas financieras de la economía, han sido la contracción de préstamos con las entidades de crédito, el crédito comercial, y especialmente la emisión de acciones no cotizadas y participaciones, en consonancia con el mayor número de sociedades que emiten estos valores.

(8) El derecho mercantil establece que las participaciones no tienen la consideración de valores. Este pronunciamiento del legislador tiene su base, esencialmente jurídica, en la imposibilidad de la representación de las participaciones por medio de valores o anotaciones en cuenta. Desde la perspectiva económica y del análisis macroeconómico, las participaciones son englobadas, junto con otras representaciones de los derechos de los socios respecto del patrimonio de las sociedades, en la categoría de los «valores» (concepto AF.5 de la contabilidad nacional).

**ACCIONES Y OTRAS PARTICIPACIONES DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESIDENTES EN ESPAÑA
DETALLE DE OPVS**

mm de euros

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>
A. Acciones y otras part. (flujo neto)	10.016	13.999	29.714	75.031
Acciones cotizadas	326	1.378	8.021	18.105
Acciones no cotizadas	3.426	5.141	10.401	44.756
Participaciones	6.265	7.479	11.292	12.170
Peso sobre contrac. Pasivo (A/ Pro mem. 2.a)	16,9	17,2	25,5	39,7
B. Acciones y otras part. (saldo)	489.737	659.927	825.778	895.670
Acciones cotizadas	136.900	192.829	270.429	276.396
Acciones no cotizadas	252.981	370.140	435.095	482.813
Otras participaciones	99.856	96.958	120.254	136.461
Peso sobre total pasivo (B/Pro mem. 2.b) (%)	48,7	53,1	55,1	53,1
Pro memoria 1:				
Oferta Pública de Venta (OPV)	10.652	11.072	5.042	2.695
Privatizaciones	9.852	10.857	772	0
Resto	800	215	4.270	2.695
Pro memoria 2:				
a. Contracción neta pasivos (flujo)	59.302	81.598	116.728	189.132
b. Total pasivos (saldo)	1.005.084	1.242.150	1.498.853	1.687.304

Fuentes: CNMV y Banco de España (*Cuentas financieras de la economía española*).

3.3. Mercados secundarios organizados

3.3.1. Mercados secundarios organizados. Valores negociados

Los mercados secundarios, *strictu sensu*, no son una vía de financiación para las empresas no financieras; sin embargo, sin ellos no sería posible la existencia de los mercados primarios de financiación, dado que aquellos son los que dotan de liquidez al sistema y hacen más interesante al inversor la adquisición de un activo financiero, en la medida en que puede convertirlo en liquidez cuando lo precise.

En España, los mercados secundarios organizados están regulados por la Ley del Mercado de Valores (LMV) (Ley 24/1988) y disposiciones complementarias, modificada por la Ley 37/1998, que transpuso al ordenamiento interno la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. Básicamente, las innovaciones introducidas por esta Ley se concretaron en:

- El derecho de toda empresa de servicios de inversión a acceder a cualquiera de sus estados en condición de miembro, y a tener, igualmente, posibilidad de acceso o adhesión a los sistemas de compensación y liquidación.
- Extender la categoría de valores a otros instrumentos financieros que tienen presencia en nuestros mercados.
- Distinguir entre mercados regulados y no regulados, clave para el diseño de la operativa del mercado único de valores, incluyendo entre los primeros a los mercados secundarios oficiales.

CUADRO 11

VOLÚMENES NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS BURSÁTILES

	mm de euros			
	1997	1998	1999	2000
Mercado bursátil de renta variable (a)	163.261	261.276	291.975	492.980
Capitalización bursátil Bolsa Madrid	214.039	295.157	383.403	414.961
Del cual, nuevas tecnologías	-	-	-	23.835
Mercado bursátil de renta fija (b)	54.217	53.148	44.718	39.692
Deuda Estado	21.890	603	160	73
Deuda CCAA	30.043	51.791	42.858	38.723
Resto	2.284	754	1.700	896

Fuentes: Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, Bolsas españolas y CNMV.

(a) Incluye sociedades financieras y no financieras.

(b) Volúmenes efectivos.

En los mercados secundarios españoles se negocian diversas clases de valores de renta fija y de renta variable, cuyos emisores han sido empresas y entidades públicas (Estado y otros organismos oficiales). Las empresas emiten principalmente pagarés, obligaciones ordinarias y convertibles, y acciones. En el mercado secundario de renta fija cabe distinguir:

- El mercado bursátil de renta fija privada.
- El mercado de renta fija AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros), especializado en la negociación de valores privados de renta fija y «bonos matador».
- El mercado de deuda pública anotada, especializado en la negociación de valores de deuda pública.

Respecto de los mercados secundarios de acciones, la LMV a través de los denominados primer mercado, «nuevo mercado» y segundo mercado, reconoce a las Bolsas españolas la exclusividad en la negociación de este tipo de valores mobiliarios.

Los valores mobiliarios que se negocian en los mercados secundarios organizados pueden estar representados por valores o, lo que actualmente es más habitual, por anotaciones en cuenta, que consisten en registros contables informatizados de los derechos que otorgan los valores mobiliarios a que se refieren.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) es el depositario central de valores español, a cuyo cargo está el registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta y la gestión en exclusiva de las operaciones contratadas en las Bolsas de Valores españolas, en AIAF Mercado de Renta Fija, así como el Mercado de Valores Latinoamericanos (Latibex). Todo lo relativo a la SCLV se regula «sin perjuicio» de las competencias de las Comunidades Autónomas.

3.3.2. La Bolsa en el sistema financiero español

3.3.2.1. ORGANIZACIÓN

La organización del mercado secundario de valores mobiliarios tiene su pilar básico en las Bolsas de Valores. Son instituciones que proporcionan a los agentes económicos la infraes-

VOLUMEN CONTRATACIÓN DE ACCIONES EN SIB Y CORROS

mm de euros

	1997	1998	1999	2000
Sistema de Interconexión Bursátil	160.937	257.844	286.046	488.863
Contratación por corros:	2.234	3.432	5.929	4.118
Bolsa de Madrid	1.502	2.564	4.631	2.846
Bolsa de Barcelona	483	375	865	631
Bolsa de Bilbao	237	283	182	256
Bolsa de Valencia	102	211	251	385
Total	163.261	261.276	291.975	492.981

Fuentes: Sociedad de Bolsas y Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores.

estructura y las facilidades necesarias para negociar valores mobiliarios, tanto de renta fija como de renta variable. En España están creadas y reguladas por ley, siguiendo el modelo de los países latinos y germánicos, que contrasta con el modelo anglosajón, donde las bolsas son el resultado de la asociación privada de sus miembros:

- Existen bolsas de valores en Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, con un grado de importancia diferente. Cada Bolsa está regida por una Sociedad Rectora, que toma la forma de sociedad anónima y cuyos accionistas son los miembros de la Bolsa. Las Sociedades Receptoras dirigen y administran las bolsas, velando por el cumplimiento de la normativa legal por parte de sus miembros. Por medio de la Comisión de Contratación vigilan el funcionamiento diario del mercado bursátil.
- Los miembros de la Bolsa —básicamente, sociedades y agencias de valores— son personas jurídicas que pueden comprar o vender directamente en bolsa. Cualquier persona física o jurídica que no sea miembro de la Bolsa debe realizar sus compras y ventas a través de un miembro. Las sociedades de valores (*dealers*) pueden realizar operaciones por cuenta propia y por cuenta ajena. Las agencias de valores (*brokers*) solamente pueden realizar operaciones por cuenta de terceros.
- Las funciones de supervisión e inspección de los mercados de valores están encomendadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), entidad de derecho público con personalidad jurídica propia, regida por un Consejo designado por el Gobierno y el Ministerio de Economía. Debe velar para que en los mercados de valores existan transparencia y una correcta formación de los precios.
- Las cuatro Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores constituyeron, de acuerdo con lo previsto en la LMV, una Sociedad de Bolsas que creó el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) o «mercado continuo». Referido a las sociedades no financieras, en él cotizan, aproximadamente, la mitad de las sociedades emisoras. Como se aprecia en el cuadro 8, el mercado continuo concentra el mayor volumen de contratación.
- A partir de una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999, se creó un nuevo mercado especial de negociación en las Bolsas de Valores, denominado «Nuevo Mercado» (NM), que entró en funcionamiento el 10 de abril de 2000, debido a que el marco jurídico existente anteriormente era insuficiente para cubrir las necesidades de financiación de empresas de alta tecnología.

- Existe además un *segundo mercado* orientado a empresas medianas y pequeñas, en el que los requisitos referentes a la admisión a cotización y la información periódica posterior comportan un grado de exigencia menor. Hasta el momento presente, la dimensión del segundo mercado en las bolsas españolas es muy reducida.
- El registro contable de los valores admitidos y no admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y la gestión de la liquidación y la compensación de valores y de efectivos derivados de la negociación de las operaciones bursátiles, las realiza el anteriormente citado Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), cuyo capital pertenece a las sociedades rectoras de las distintas bolsas españolas y las entidades adheridas.

3.3.2.2. SISTEMAS DE CONTRATACIÓN DE VALORES

Las operaciones que se realizan en la Bolsa pueden clasificarse, por la forma en que se realizan, como *operaciones normales del mercado*, de una parte, y *operaciones especiales y excepcionales*, de otra. Las operaciones normales del mercado son las que se efectúan por interacción de la oferta y la demanda mediante los sistemas de contratación habitualmente organizados por las Bolsas para ello, y que dan lugar a los precios o cotizaciones oficiales. Existen tres sistemas de contratación para estas operaciones normales:

- Mercado Continuo: es el sistema de contratación principal (ver cuadro 8)
- Sistema tradicional, de viva voz o corros.
- Sistema Electrónico de Renta Fija: Se negocian valores de renta fija y *warrants*.

Las operaciones especiales y excepcionales se contratan tanto en el Mercado Continuo, dentro del módulo Mercado de Operaciones Especiales, como en corros. Las especiales se denominan así porque se efectúan fuera de los sistemas de contratación y en horario diferente. Posteriormente son comunicadas, para conocimiento del mercado, a los órganos de supervisión de las Bolsas. Deben cumplir los siguientes requisitos:

- El precio no puede ser superior o inferior en más de un 5% del más alto o más bajo de los cambios de cierre o cambio medio ponderado.
- Su importe no será menor en valores de renta variable a 300.000 euros efectivos (también para renta fija), ni del 20% del efectivo medio diario contratado en el último trimestre natural si se negocian en el mercado continuo, o de 120.000 euros y el 25% si se negocian en corros. En ambos sistemas existen dos limitaciones a la realización de transacciones; la primera está relacionada con la oscilación de precios por sesión, tanto en más como en menos, que es limitada; la segunda está relacionada con el volumen de las transacciones, al que también se define un límite.

Las operaciones excepcionales también se concertan fuera de los sistemas de contratación, pero precisan para su ejecución de una autorización expresa de los órganos de supervisión de las Bolsas. Los volúmenes mínimos deben superar 1,5 millones de euros si son valores cotizados en el Mercado Continuo (300.000 euros en corros) y el 40% del efectivo medio contratado en el último trimestre natural.

Cuando una empresa, un grupo de empresas o un grupo de personas se propone adquirir una participación significativa en una sociedad, se produce una situación especial, que condu-

ce a formular una oferta pública de adquisición (OPA). Las OPA se desarrollan fuera del mercado bursátil y cuentan con regulación propia (RD 1197/1991). Posteriores reales decretos, el último el RD 1676/1999, de 29 de octubre han introducido algunas modificaciones, con el fin de eliminar ciertos costes regulatorios, sin que ello implique una menor protección del inversor de la sociedad afectada por la oferta pública.

3.3.2.3. NORMAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR

Las sociedades y agencias de valores, los emisores de valores y todos aquellos que participen en el mercado están sometidos a un conjunto de obligaciones tendentes a proteger al inversor. La normativa española impone a los emisores de valores la obligación de suministrar información periódica a las bolsas: con carácter semestral, los estados financieros completos y, con carácter trimestral, un avance del resultado del ejercicio. También han de informar, en el plazo más breve posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los valores que han emitido. Asimismo, están obligados a auditar anualmente sus cuentas e informar tanto sobre sus participaciones significativas en otras sociedades cotizadas como sobre la autocartera y la adquisición de acciones propias.

3.3.2.4. CONDICIONES PARA LA ADMISIÓN EN BOLSA DE LAS ACCIONES DE UNA SOCIEDAD

Hay que distinguir distintas condiciones según el tipo de valor que solicite la admisión a cotización. En la fecha de la redacción de este trabajo, se diferencia entre valores tradicionales y acciones de empresas relacionadas con el sector de nuevas tecnologías o de fuerte crecimiento. También hay que distinguir distintas condiciones para el segundo mercado (mercado para las PYMES).

- I. Para la admisión a la negociación en bolsa de los valores tradicionales deben cumplirse requisitos de tipo jurídico, financiero e informativo.

Requisitos jurídicos:

- Situación regular de la sociedad desde el punto de vista jurídico. Que la sociedad tenga, al menos, dos años de funcionamiento.
- Acciones libremente negociables.
- Número de accionistas con participación menor al 25% del capital social, igual o superior a cien.

Requisitos financieros:

- Capital mínimo: capital social mínimo de 200 millones de pesetas (1,2 millones de euros), sin considerar dentro de esta cifra el capital de los accionistas que posean una participación igual o superior al 25%.
- Rentabilidad mínima en los últimos ejercicios: el Reglamento de Bolsas de 1967 establecía el requisito de beneficios en los dos últimos años o en los tres alternos correspondientes a los cinco últimos años. Posteriormente se reformó este criterio mediante OM de 19 de junio de 1997, sustituyéndolo por el cumplimiento de alguna de las siguientes circunstancias:

- La justificación, por parte de la entidad emisora, de la obtención de beneficios en los ejercicios venideros. La OM de 22 de diciembre sustituyó este requisito por el de presentación de un informe a la CNMV por parte de la entidad emisora sobre las perspectivas de negocio y financieras de la entidad y sus consecuencias en la evolución de sus resultados en los próximos ejercicios.
- Que la entidad emisora se haya constituido como consecuencia de una operación de fusión, escisión o aportación de una rama de actividad.
- Que se trate de un emisor que esté en proceso de reordenación o reestructuración económica o de privatización por una entidad pública.

Requisito informativo:

- Haber publicado sus estados financieros correspondientes a los tres ejercicios previos a la solicitud de admisión a cotización oficial.

2. El denominado Nuevo Mercado Bursátil (NMB): se negocian los valores de empresas en sectores innovadores de alta tecnología u otros sectores que ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento futuro. Se regula a partir de la OM de 22 de diciembre de 1999. La Circular 1/2000 de la CNMV, de 9 de febrero, desarrolló los aspectos más específicos de admisión y permanencia de los valores admitidos y estableció las normas de contratación.

Este mercado se caracteriza por disponer de unas normas de cotización y transparencia informativa que se adaptan mejor a las peculiaridades de este tipo de empresas. En concreto, en España el «Nuevo Mercado» empezó a funcionar el 10 de abril de 2000. Presenta diferencias importantes respecto de la Bolsa de valores tradicionales en los siguientes aspectos

Admisión a cotización:

- Presentación de un informe de la sociedad emisora sobre las perspectivas de negocio y de resultados en los próximos ejercicios.

Transparencia informativa:

- Se exige una mayor transparencia informativa, que se consigue mediante la descripción, en el folleto de admisión, de los riesgos asociados a la actividad de la empresa; la difusión de los compromisos de permanencia de los accionistas con participación significativa y, al menos una vez al año, la publicación de la evolución y las perspectivas de negocio previstos para el futuro (*reporting*). También se requiere la difusión de los compromisos de permanencia de los accionistas con participación significativa (*lockup*) e incluso su posición en futuras ampliaciones de capital.

Fluctuación de las cotizaciones:

- Dada la mayor volatilidad que caracteriza la evolución de los precios cotizados de estas acciones, los límites de fluctuación son más holgados que en las bolsas tradicionales; concretamente, son libres en el caso de la primera cotización y, posteriormente, del 25% —ampliable dentro de la sesión—, frente al 15% del mercado tradicional.

3. El segundo mercado de valores

Las sociedades deben solicitar la admisión a la CNMV y a la Sociedad Rectora de Bolsa correspondiente, cumpliendo los siguientes requisitos:

- Capital mínimo desembolsado y reservas no inferiores a 150.000 euros.
- Auditoría completa de la sociedad por expertos reconocidos.
- Suscripción de un contrato con una sociedad de contrapartida para facilitar la oferta de valores y dinero al mercado.
- Anualmente deben remitir a la CNMV y a la Sociedad Rectora la memoria, balance y cuenta de pérdidas y ganancias auditadas.
- La contratación se realiza en corros especiales cuyos resultados se publican por separado en el Boletín Oficial de Contratación.

3.3.2.5. CONDICIONES PARA LA SUSPENSIÓN Y EXCLUSIÓN EN BOLSA DE LAS ACCIONES DE UNA SOCIEDAD

Condiciones para la suspensión:

La CNMV puede suspender la cotización de las acciones de una sociedad en las bolsas españolas cuando:

- Concurran circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones o aconsejar esta medida en aras de la protección de los inversores.
- La sociedad incumpla sus obligaciones de información periódica.
- Se presente una oferta pública de adquisición (OPA) contra las acciones de esta sociedad.

Condiciones para la exclusión:

- La CNMV puede acordar la exclusión de la cotización en bolsa de aquellas acciones cuya difusión, frecuencia y volumen de contratación no alcancen unos mínimos establecidos. La exclusión también puede ser solicitada por la sociedad emisora de las acciones. En este caso, si la CNMV estima que la exclusión puede lesionar los legítimos derechos de los accionistas, puede denegarla o condicionarla a la presentación de una OPA.

3.3.3. Otros mercados secundarios organizados

3.3.3.1. EL MERCADO SECUNDARIO ORGANIZADO DE LA ASOCIACIÓN DE INTERMEDIARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS (AIAF) DE RENTA FIJA

- La OM de 1 de agosto de 1991 reconoce a la AIAF como un mercado secundario no oficial de valores de ámbito nacional, en el que se negocian pagarés de empresa, valores privados de renta fija a medio y largo plazo (pagarés de empresa, cédulas hipotecarias, bonos y obligaciones) y «bonos matador». Una OM de 27 de julio de 1995 dio

CUADRO 13

VOLÚMENES NEGOCIADOS EN AIAF

	mm de euros			
	1997	1998	1999	2000
Mercado AIAF de renta fija (a)	21.173	43.120	86.269	99.826
Pagarés (b)	4.447	7.935	25.284	46.425
Bonos, cédulas y obligaciones (b)	10.950	28.761	58.572	52.189
Bonos matador	5.776	6.424	2.413	1.212

Fuente: AIAF.

(a) Volúmenes nominales.

(b) Valores emitidos por entidades de crédito y sociedades no financieras.

luz verde a la conversión de AIAF en sociedad anónima, autorizando sus estatutos sociales ante la perspectiva de su futura conversión en mercado oficial.

- Es un mercado abierto, ya que puede operar directamente en él todo tipo de intermediarios financieros; descentralizado y flexible.
- Las compraventas tienen lugar principalmente entre mayoristas, por lo que el mercado goza de notable liquidez para operaciones de importe elevado, no en cambio para operaciones de importes pequeños, ya que la negociación mínima es de 150.000 euros.
- Las normas para la admisión de valores en este mercado son similares a las establecidas para la negociación en bolsa de valores de renta fija.
- El servicio de registro, compensación y liquidación de la renta fijada privada española admitidos a negociación en el mercado de la AIAF lo realizaba la sociedad Espaclear, SA (Sistemas de Compensación de Activos Financieros, SA, Agencia de Valores) hasta el 1 de enero de 2000, fecha en la que esta sociedad fue absorbida por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, SA (SCLV), y pasó a realizar todas las operaciones de la sociedad absorbida Espaclear, SA.

3.3.3.2. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES

- Mercado de carácter oficial que negocia deuda pública representada por anotaciones en cuenta. El Registro Central y el Sistema de Liquidación de Valores del Mercado

CUADRO 14

VOLÚMENES NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

	mm. euros			
	1997	1998	1999	2000
Mercado de Deuda Pública en Anotac. (a)	12.352.112	14.478.979	13.109.675	13.788.917
Contado (b)	1.700.197	1.747.709	1.817.465	1.585.460
Repo y simultáneas	10.577.350	12.676.285	11.254.309	12.186.364
Plazo (b)	74.565	54.985	37.901	17.903

Fuente: Banco de España.

(a) Solo incluye operaciones con valores del Estado.

(b) Volúmenes nominales.

MERCADOS DERIVADOS

	Renta fija: MEFF-Renta Fija	Renta variable: MEFF-Renta Variable	Mercaderías: FC & M
Futuros	<p><i>Sobre tipos de interés:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • MIBOR 90 días • MIBOR 360 días • Bono nocional 5 años • Bono nocional 10 años • Bono nocional 30 años <p><i>Sobre diferencial de tipos de interés:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Contrato DIC (a) 	<p><i>Sobre índices bursátiles:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • IBEX 35 <p><i>Sobre acciones individuales.</i></p>	<p>Contratos de futuros sobre las variedades de naranja navel-avelina y Valencia-late</p>
Opciones	<p><i>Sobre contratos de futuros:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • MIBOR 90 días • Bono nocional 5 años • Bono nocional 10 años • Bono nocional 30 años (opciones americanas) 	<p><i>Sobre índices bursátiles:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • IBEX 35 (opciones europeas) <p><i>Sobre acciones:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Acciones de varias empresas que cotizan en bolsa (opción americana) 	

Fuente: MEFF.

(a) Desapareció en 1999.

Español de Deuda Pública en Anotaciones, en el que están registrados todos los valores admitidos a negociación en dicho Mercado, se denomina CADE. El Banco de España, a través de la Central de Anotaciones, es el Organismo Rector del Mercado y gestiona CADE, que, al ser un departamento dentro de su organización, carece de personalidad jurídica propia.

- CADE es un sistema de liquidación en tiempo real que gestiona las emisiones de deuda, su amortización, los pagos de intereses y las transferencias de saldos por operaciones en el mercado secundario.
- Los miembros del mercado son entidades financieras, que pueden actuar en nombre propio y de terceros.
- El 7 de junio de 2000, el Banco de España y el SCLV constituyeron una nueva Sociedad, bajo la denominación de «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, SA», cuyo objeto social incluye el estudio, preparación y promoción de los cambios legales, organizativos y técnicos precisos para unificar los sistemas de compensación, liquidación y registro actualmente encomendados a la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y al SCLV. Esta integración está abierta a los depositarios centrales de ámbito autonómico (Barcelona, Bilbao y Valencia), así como al sistema de registro y liquidación de los mercados de derivados (MEFF), si deciden participar en el mismo. La citada sociedad ha adoptado la denominación comercial de IBERCLEAR y su capital se distribuye en un 55% propiedad del SCLV y un 45 % propiedad del Banco de España.
- Con fecha 18 de octubre de 2000, el Consejo de Administración de IBERCLEAR adopta la decisión de utilizar la plataforma técnica que presta soporte a la Central de Anota-

CUADRO 16

VOLÚMENES NEGOCIADOS EN MERCADOS MEFF DE DERIVADOS

mm de euros

	1997	1998	1999	2000
Mercados MEFF de derivados (a)	3.286.810	2.668.336	966.975	689.214
Renta fija	3.012.658	2.111.985	378.065	109.655
<i>Corto plazo</i>	1.631.754	1.125.422	20.262	205
<i>Medio y largo plazo</i>	1.380.904	986.543	357.803	109.450
Renta variable	274.152	556.351	588.910	579.132
<i>Ibex 35</i>	270.719	549.329	574.109	549.132
<i>Opciones individuales</i>	3.433	7.022	14.801	30.462
Mercados de derivados financieros (número de contratos, en miles)				
Futuros financieros (b)				
<i>Bono notional 3 años</i>	3	-	-	-
<i>Bono notional 5 años</i>	6	27	-	-
<i>Bono notional 10 años</i>	12.649	9.413	3.615	1.095
<i>Mibor 90</i>	1.480	1.134	13	-
<i>Mibor 360</i>	48	20	-	-
<i>IBEX-35</i>	3.638	5.185	5.102	4.183
<i>Diferenciales de precios (c)</i>	10	3	-	-
Opciones financieras (b)				
<i>Bono notional 3 años</i>	-	-	-	-
<i>Bono notional 5 años</i>	-	-	-	-
<i>Bono notional 10 años</i>	1.541	648	1	-
<i>Mibor 90</i>	241	91	2	-
<i>IBEX-35</i>	848	1.010	861	766
<i>Acciones</i>	1.485	2.695	8.092	16.581

Fuente: MEFF.

- (a) Los volúmenes se expresan en unidades monetarias. Se han obtenido multiplicando el número de contratos negociados por su tamaño.
 (b) Los datos de los años 1997 y 1998 se han ajustado al nuevo nominal de los contratos.
 (c) Existen tres contratos: German Diff, French Diff e Italian Diff.

ciones de la Deuda Pública como herramienta a la que incorporar a muy corto plazo los valores de renta fija privada de ámbito nacional admitidos a negociación en las cuatro Bolsas de Valores españolas y en el mercado AIAF de renta fija, sin perjuicio de iniciar las actuaciones que permitan, cuanto antes, la unificación de la gestión de los sistemas de renta fija y variable con los propios medios de la futura Sociedad de Gestión que se constituya tan pronto como los condicionantes legales y técnicos lo permitan.

3.4. Los mercados organizados de derivados

La organización de los mercados españoles de derivados sobre activos financieros corre actualmente a cargo de MEFF HOLDING, SA. Esta sociedad posee las acciones de otras dos, MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable. MEFF Holding nació en 1992 como resultado de la fusión de MEFFSA (Mercado Español de Futuros Financieros) y MOFEX (Mercado de Opciones Financiero Español). La fusión de ambas ha permitido racionalizar el mercado de derivados, pasando a ocuparse MEFF Renta Fija de la negociación de futuros y opciones sobre renta fija y MEFF Renta Variable de la negociación de futuros y opciones sobre renta variable. Con fecha 8 de septiembre de 1995 inició sus actividades el Mercado de Futuros de Cítricos y Mercaderías de Valencia, que negocia contratos de futuros sobre naranjas.

Las principales funciones que estas sociedades realizan en los mercados de derivados como organizadoras de los mismos son las siguientes:

1. Definen los tipos de contratos que se negocian.
2. Establecen quiénes son los agentes que pueden operar directamente en el mercado.
3. Actúan como cámara de compensación entre compradores y vendedores.
4. Fijan las garantías exigidas a los agentes que asumen compromisos futuros.

El cuadro siguiente presenta, de forma esquemática, los mercados organizados de derivados en España y los contratos que negocian.

La integración de los mercados monetarios del área euro y la eliminación del riesgo de cambio han supuesto un incremento de la competencia entre los mercados europeos de derivados, al aumentar considerablemente la sustituibilidad entre los productos ligados a la renta fija negociados en estos mercados. Frente a este escenario, los mercados han reaccionado estableciendo alianzas entre ellos y, en algunos casos, introduciendo cambios en su estructura de funcionamiento. Así, los mercados españoles, franceses, portugueses e italianos establecieron una alianza que se denominó Euro-Globex, que constituye la parte europea de la red mundial de mercados de futuros Globex, en la que también participa el mercado americano CME.

ANEXO V

LEY CONCURSAL EN FRANCIA Y ESPAÑA (*)

(*) Este anexo, traducción al español de la versión inglesa editada en octubre de 2002, se redactó con la información disponible y la regulación existente hasta diciembre de 2001.

1. INTRODUCCIÓN

La ley de insolvencia tiene una influencia directa en la recuperación de los créditos por los acreedores. Tanto el nivel de capitalización como el de endeudamiento, especialmente endeudamiento con entidades bancarias, tienden a estar relacionados con la ley de insolvencia del país y su grado de proteccionismo hacia los acreedores.

La ley de insolvencia francesa y la española son muy similares. Entre otras cosas, ambas persiguen el mismo objetivo; ayudar a las empresas en dificultades y facilitarles su continuidad. Este objetivo prioritario perjudica a los acreedores.

Este factor institucional explica, en parte, el alto nivel de capitalización de las empresas industriales en ambos países.

En este texto se presenta un resumen de los procedimientos de insolvencia de cada país, para que el lector interesado los pueda conocer.

2. PROCEDIMIENTOS DE INSOLVENCIA EN LA LEY FRANCESA

2.1. Introducción

La revisión de la ley de compañías en dificultades se realizó con la Ley 84-148, del 1 de marzo de 1984, que regulaba «la prevención y los acuerdos sin intervención judicial de las compañías en dificultades».

Si las medidas tomadas no tienen éxito, y los activos disponibles no son suficientes para satisfacer sus pagos, la empresa es técnicamente insolvente. El proceso de recuperación se inicia en ese momento, siguiendo la Ley 85-98, de 25 de enero de 1985, de la recuperación y liquidación de empresas.

La Ley 94-475, de 10 de junio de 1994, se introdujo con el objetivo de fomentar el uso de la prevención. Reforzó los mecanismos de avisos y reorganizó el procedimiento de acuerdo amistoso sin intervención judicial. La reforma se basó en:

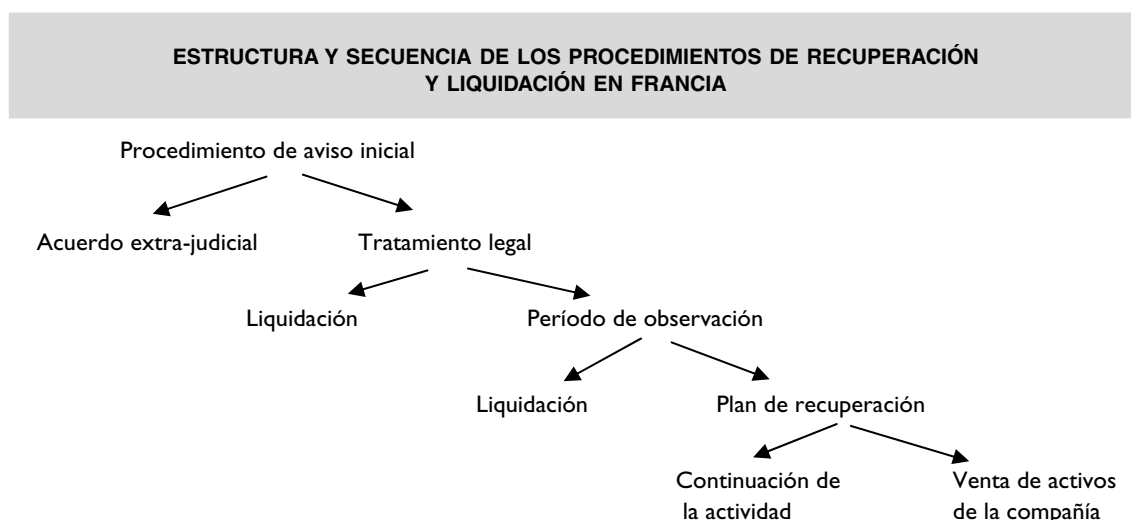
- Modernización del procedimiento a través de una mayor transparencia y mayores exigencias éticas a la hora de los traspasos y reorganizaciones empresariales.

- Restablecimiento de los derechos de los acreedores y, por tanto, la confianza de las instituciones crediticias, justificado por la necesidad de fomentar los préstamos a las empresas.

El sistema francés que trata las empresas con problemas financieros se basa en un procedimiento de dos fases. Antes de llegar a la situación de suspensión de pagos, la prevención debe permitir evitar la quiebra anticipada de la empresa en dificultades o debe favorecer su resolución a través de acuerdos sin intervención judicial. Si las medidas fallan, se inicia el proceso de recuperación, cuyo objetivo es salvar a la empresa.

(1) El principal objetivo del proceso de recuperación francés es salvar a la empresa en dificultades. Mantener la actividad económica y, por lo tanto, evitar la pérdida de empleos es el segundo objetivo, relegando a un tercer puesto a los acreedores [Biais y Mallecot (1996)]. Aunque los derechos de los acreedores fueron reforzados con la reforma de 1994 (Ley 94-475), sus intereses siguen quedando supeditados en los procedimientos de recuperación y liquidación franceses.

(2) El hecho de que la ley de insolvencia francesa esté dirigida hacia la prevención de la liquidación se ve reflejado en la estructura y la secuencia del procedimiento



2.2. Previo a la suspensión de pagos

2.2.1. Procedimiento de aviso inicial

La Ley 84-148, que entró en vigor en 1985, permitía aplicar el procedimiento de aviso inicial en el momento en que se observase en una empresa algún síntoma evidente de dificultad financiera. Este procedimiento conlleva la obligación legal de los auditores externos, el comité de empresa, los socios de empresas con responsabilidad limitada y accionistas de sociedades anónimas y el presidente del tribunal de comercio, en el caso de grupos con intereses comerciales o comerciantes particulares, de dirigir la atención de los directivos hacia los problemas financieros sin intervención de terceros.

2.2.2. Acuerdo sin intervención judicial

La misma Ley introdujo un procedimiento que permitía a las empresas llegar a acuerdos con los acreedores sin necesidad de intervención judicial. Este procedimiento solo puede ser

iniciado por el administrador. La petición para iniciar este procedimiento debe ir acompañada de las propuestas del administrador para solventar las dificultades de la empresa. Si el tribunal entiende que las propuestas llevarán a la recuperación de la empresa, se inicia el proceso extra judicial y se designa a un mediador. El proceso dura un máximo de tres meses, aunque puede ser ampliado a cuatro si el mediador así lo pide. El tribunal puede declarar la suspensión del procedimiento con el objetivo de que ambas partes lleguen a un acuerdo. Esta suspensión afecta a todos los procesos legales y todas las acciones realizadas por los acreedores anteriores.

Los procedimientos sin intervención judicial están pensados para que se llegue a un acuerdo entre el deudor, que se compromete a tomar las medidas necesarias para solucionar los problemas financieros, y los acreedores, que acuerdan retrasar los plazos de pagos y condonar parte de la deuda, de tal forma que se evite la intervención judicial y la obligación de pagar toda la deuda. Si la empresa no consigue llegar a un acuerdo con los acreedores y no es capaz de pagar sus deudas, se la declara técnicamente insolvente.

2.3. Tratamiento Legal de empresas en dificultades

Si una empresa insolvente no consigue llegar a un acuerdo sin intervención judicial con los acreedores y sus activos disponibles no son suficientes para pagar las deudas, se puede iniciar el proceso de recuperación. El procedimiento de insolvencia se abre cuando se suspenden los pagos.

2.3.1. Apertura del procedimiento de recuperación

Tras un examen inicial realizado por un tribunal comercial o regional, se inicia el proceso de recuperación. El procedimiento se estableció con la Ley 85-98, de enero de 1985. Puede acabar con la liquidación de la empresa (liquidación inmediata por orden judicial, si no hay esperanza de recuperación) o con la apertura de un período de observación.

2.3.2. Período de observación

En el *procedimiento general*, el período de observación puede durar, como máximo, seis meses, pero se puede prolongar dos veces por seis meses más, por la decisión razonada del tribunal, ya sea por su propia iniciativa, la del administrador, la del acreedor o la del fiscal. Más adelante, y bajo circunstancias excepcionales, el período se podrá prolongar, como máximo, ocho meses bajo decisión razonable del tribunal y requerimiento del fiscal (artículo L8, párrafo 2.)

En el procedimiento simplificado (aplicado a empresas con menos de 50 trabajadores y una facturación, sin IVA, inferior a 20 millones de francos), el período de observación dura cuatro meses y podrá ser renovado una vez más por otros cuatro meses, tras la decisión razonada del tribunal, ya sea por su propia iniciativa, o a petición del deudor, del fiscal, o del administrador, en caso de que se haya nombrado uno (artículo L140, párrafo 1).

Un liquidador nombrado por un tribunal (procedimiento general) o un juez de quiebra (procedimiento simplificado) examina las cuentas de la compañía con el objetivo de proponer un plan de recuperación. La situación financiera de la empresa y su capacidad de recuperación son estudiadas en detalle para decidir si la empresa debería seguir sus actividades o debería cerrar. Durante este período, la empresa continúa con su funcionamiento normal y todos los procedimientos legales son aplazados con el fin de mantener su capacidad económica.

Este procedimiento modifica sustancialmente la situación de los acreedores, los cuales ya no son un ente con personalidad jurídica que posea activos. Pasan a ser un grupo cuyos intereses son defendidos colectivamente por un representante elegido por un tribunal.

Con el inicio del procedimiento, se aplazan tanto las acciones legales como los procedimientos de apremio. La regla, mediante la cual las reclamaciones anteriores al inicio no pueden pagarse sin autorización especial, se aplica también a los acreedores preferenciales y a los sin garantía.

Los empleados de una firma insolvente tienen un trato preferencial ante el resto de acreedores. Durante el período de observación, los empleados solo podrán ser despedidos por razones económicas bajo circunstancias excepcionales. Los salarios de los seis meses anteriores a la orden de inicio del proceso tienen un derecho de cobro preferente sobre los activos fijos y circulantes. Esto también se aplica a las indemnizaciones por despidos anteriores a la orden de inicio del proceso. Los salarios de los últimos sesenta días tienen que ser pagados durante los diez días siguientes a la apertura del proceso legal (reforzando los derechos de preferencia, contrarios al principio del no pago de las deudas reclamadas). Los salarios que se tengan que pagar tras haberse iniciado el proceso serán pagados de forma normal y a su debido tiempo.

Con el objetivo de fomentar la financiación para que la empresa pueda continuar con su actividad y con el reparto de la deuda, los acreedores que surjan tras haberse iniciado el proceso disfrutarán de derechos preferenciales. Según el artículo 40, estas deudas serán pagadas a su vencimiento si la empresa continúa con su actividad.

Al final del período de observación, se realiza una valoración de la situación económica y social de la empresa, y se decide si se realiza el plan de recuperación (continuación) o se liquida la empresa.

2.3.3. Fase definitiva

El plan de recuperación aprobado por el tribunal asienta las bases para la continuidad de la actividad por el deudor, o su venta a terceros.

2.3.3.1. RECUPERACIÓN

El plan realizado para la continuación de la empresa solo es aprobado si realmente hay posibilidades de poder solventar los problemas financieros de la empresa y de poder pagar en un futuro a los acreedores (artículo 69). La deuda es reestructurada. Los acreedores pueden acordar la condonación de parte de la deuda o la reestructuración de los pagos. La continuidad de la empresa también podrá estar condicionada a la venta, adición o desmantelamiento de alguna línea del negocio. El tribunal podrá exigir la sustitución de uno o más administradores, si de ello depende la continuidad de la empresa. Durante la aplicación del plan, el director de la compañía deberá seguir en sus funciones y cumpliendo sus obligaciones.

Sin embargo, si no es posible la continuidad de la actividad por el deudor, pero la empresa sí que puede recuperarse, el traspaso o venta parecen ser el mejor medio para asegurar que todos o parte de los negocios y empleo se salven y que los pasivos sean liquidados. En caso de traspaso parcial, y en ausencia de un plan de continuidad de la empresa, los activos no incluidos en el plan se realizan como en caso de liquidación.

2.3.3.2. LIQUIDACIÓN

Una empresa se liquida, o al final del período de observación o, sin que haya período de observación, si se ha cesado la actividad o si la recuperación es imposible. En la liquidación, el representante de los acreedores es nombrado liquidador. La orden de inicio de la liquidación prohíbe al deudor seguir con sus funciones y paraliza cualquier actividad de la empresa.

Si se ordena la venta de la empresa, la empresa definitivamente desaparece. El capital de la empresa es amortizado por completo y sus deudas se consideran pérdidas. Los activos se venden. Los ingresos de estas ventas son utilizados para pagar a los acreedores, quienes no pueden esperar que su deuda sea pagada por completo o incluso parcialmente. Los acreedores compartirán los ingresos por las ventas en consonancia con su orden de preferencia (tienen mayor preferencia los acreedores con derechos preferenciales de cobro y los nuevos acreedores).

Se mantiene el mismo orden de cobro en los casos de las liquidaciones ordenadas por el tribunal si no hay esperanza de recuperación. Después de completar el proceso de liquidación, el deudor es liberado de sus obligaciones pendientes. Los acreedores impagados solo podrán tomar acciones legales en el caso de que haya habido fraude o quiebra individual. Las deudas son pagadas siguiendo el siguiente orden: acreedores con derechos preferenciales de cobro, acreedores con garantía, acreedores sin garantía, tenedores de deuda subordinada y accionistas.

2.3.3.3. SANCIONES A DEUDORES, SOCIOS Y ADMINISTRADORES

Responsabilidad monetaria: el tribunal puede ordenar a los administradores que cubran la insuficiencia de los activos, en todo o en parte, o puede extender el proceso de recuperación, al que la empresa está sometida, a los administradores.

Responsabilidad personal: las sanciones personales, en particular insolvencia personal (derecho civil) y quiebra culpable (derecho criminal), son solo impuestas en deudores personas físicas o en administradores de personas jurídicas con actividad económica en los casos de mayor gravedad.

Si se declara «quiebra culpable», los administradores son inhabilitados para gestionar o controlar empresas hasta que se paguen las deudas. Las sanciones se mantienen durante cinco años, pero se anulan en el momento de liquidar completamente las deudas. La quiebra conlleva multa y condena en prisión.

2.3.3.4. TRATAMIENTO DE LOS ACREEDORES

La posición de la ley francesa sobre los acreedores (sobre todo, entidades de crédito) varía según las diferentes fases del procedimiento de insolvencia.

Durante el período de observación, la empresa se encuentra blindada ante sus acreedores, las deudas existentes se congelan y los pagos se retrasan con el fin de facilitar su recuperación. Sin embargo, las deudas que surjan una vez iniciado ya el proceso estarán exentas de esta regla, con lo que se incentiva a los acreedores que participan en la nueva financiación de la empresa (artículo 40).

La decisión de iniciar el procedimiento de recuperación interrumpe los intereses pactados y legales, así como los intereses de demora y los incrementos (artículo 55). Las hipotecas, valores, prendas, decisiones y actas judiciales de las que se deduzcan derechos no se podrán llevar a cabo una vez abierto el procedimiento de recuperación (artículo 57).

El papel de la garantía colateral se ve reducido, y tan solo se requiere para mantener la categoría de deuda. No obstante, la suspensión de pagos no cubre los bienes entregados bajo reserva de propiedad. En la ley francesa, los bienes vendidos con una cláusula de reserva de propiedad, restringiendo la transferencia del bien al pago de la totalidad de su precio, se pueden reclamar si están en su estado original aun cuando el proceso siga abierto (artículo 59, Ley 94-475, de 10 de junio de 1994).

Si a la empresa se le permite continuar con su actividad, deberá cumplir sus obligaciones crediticias por completo. Los términos y condiciones de pago de las deudas existentes, que deben ser declaradas a tiempo o registradas en el registro, son fijados según el *ranking* de acreedores estipulado por ley y de acuerdo con la reducción de la deuda y los ajustes acordados con los acreedores.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 40 de la Ley de 1985, cuando se produce la venta total de la empresa o si la empresa continúa con su actividad, cuando las deudas no son pagadas a su vencimiento, las que surjan después de la apertura del procedimiento deben ser pagadas antes que cualquier otra deuda, sin tener en cuenta los acreedores con derechos preferentes de cobro o los que tienen garantía colateral. Sin embargo, las deudas a empleados, que tienen derechos preferenciales, y deudas de pequeña cuantía (artículo 76) deberán ser pagadas inmediatamente.

Además, los acreedores con prenda serán los primeros en cobrar cuando se venda la prenda, y los ingresos de la venta se repartirán según el orden existente de acreedores con garantía colateral, como estipula la ley (1).

La Ley 94-475, de 10 de junio de 1994, de prevención y tratamiento de empresas en dificultades, introdujo lo siguiente:

- Modernización del procedimiento a través de una mayor transparencia y mayores exigencias éticas a la hora de los traspasos y reorganizaciones empresariales.
- Restablecimiento de los derechos de los acreedores y, por tanto, de la confianza de las entidades de crédito, justificado por la necesidad de fomentar los préstamos a las empresas.

La segunda parte de la reforma se concreta en la extensión de los poderes a los acreedores, permitiéndoles llevar a cabo una acción legal de forma individual y mejorando la situación de los acreedores con garantía colateral. Además de introducir medidas para favorecer a estos acreedores, la reforma legal también busca reforzar la situación de los acreedores sin garantía.

En la liquidación, el *ranking* de los acreedores, existentes y nuevos, fue redefinido cuando entraron en vigor las medidas de la reforma del 10 de junio (Ley 94-475). El pago de los nuevos acreedores (artículo 40) está sujeto a un tratamiento preferencial; sin embargo, están situados por debajo en el *ranking* de deudas existentes de los siguientes grupos de acreedores:

1. Empleados.
2. Gastos correspondientes al proceso legal.
3. Acreedores con deudas aseguradas con un inmueble.

(1) Se da prioridad a las deudas con derechos preferenciales, que incluyen los derechos de preferencia reforzados de empleados, las deudas preferenciales con la Seguridad Social y deudas preferenciales especiales, que sobre todo incluyen a los acreedores con prenda.

4. Acreedores con deudas aseguradas con bienes mobiliarios.
5. Acreedores con deudas con prenda, aseguradas con bienes de producción y maquinaria o equipo.

Sin embargo, con el objetivo de no poner en peligro el éxito del plan de recuperación, el *ranking* de acreedores del artículo 40 se mantiene si la actividad también continúa. Por otra parte, conviene destacar que, dentro de la categoría de nuevas deudas, los créditos de reestructuración concedidos por entidades de crédito están situados en el tercer lugar, por debajo de los empleados y gastos legales [Dammann (1996)].

3. REGULACIÓN DE LA LEY CONCURSAL EN ESPAÑA (2)

3.1. Introducción

La regulación jurídica de los casos de insolvencia general del empresario viene motivada por dos razones fundamentales:

- La necesidad de armonizar los derechos de todos los acreedores implicados, de forma que si hay alguna diferencia de trato, esta debe estar objetivamente justificada, evitándose los tratos de favor y las posiciones ventajosas, para que todos los acreedores se agrupen en una ejecución colectiva.
- Evitar que una ejecución desordenada acabe con las posibilidades de continuidad de la empresa, con el consiguiente perjuicio para la economía en general y el empleo. Se trata, por tanto, de dar oportunidades de continuidad a la empresa a través del procedimiento de ejecución colectiva.

En la legislación española, el sistema gira en torno a dos figuras fundamentales, la suspensión de pagos y la quiebra.

3.2. Suspensión de pagos

La suspensión de pagos es una institución preventiva de la quiebra y que supone la paralización de las acciones individuales de los acreedores. Estos quedan sumidos en el procedimiento colectivo que tiene como objeto conseguir un *convenio con el deudor* que permita resolver la insolvencia con el menor perjuicio posible para las partes, evitando la posibilidad de liquidación de la empresa que existe en la quiebra.

Requisitos de la suspensión de pagos:

- La condición de empresario en el deudor.
- Solo puede ser solicitada voluntariamente por el deudor. En el caso de sociedades, será indispensable el acuerdo de los socios adoptado en junta general precisamente convocada al efecto.

(2) La Ley de quiebra en España está en proceso de reforma. Uno de los cambios previstos es dar preferencia en el cobro de créditos a los acreedores que tengan garantías reales.

- Debe ser declarada por el juez. En su declaración deberá calificar la suspensión de pagos como provisional o definitiva. En este segundo caso, los acreedores que representen al menos dos quintos del pasivo podrán solicitar que se declare la quiebra.

Características del convenio:

- El convenio obliga a todos los acreedores, excepto los que teniendo derecho de abstención hubieran hecho uso de él. Tienen este derecho los titulares de aquellos bienes o derechos que, figurando aparentemente en el activo del deudor, no le correspondan a él realmente, bien porque aún no se hubiera producido la transmisión de la propiedad, bien porque no los tuviera a título de dueño, sino de comitente, depositario o similar.
- Puede establecer una espera en el cobro de los créditos, una quita de parte de su importe, o ambas cosas a la vez. Una vez aprobado judicialmente, deberá ser cumplido por todas las partes.
- En caso de incumplimiento del convenio por parte del deudor, los acreedores quedan facultados para pedir la rescisión y solicitar la declaración de quiebra del deudor.

En resumen, la suspensión de pagos es un proceso preventivo de la quiebra, que permite solucionar los problemas de falta de liquidez sin poner en peligro la continuidad de la empresa. En caso de fracaso, se abre la posibilidad de que cualquiera de los acreedores solicite la quiebra.

3.3. La quiebra

La quiebra es un proceso judicial tradicional que trata de llegar a una liquidación del patrimonio del deudor con el fin de repartirlo entre una comunidad de acreedores organizados según unas normas objetivas de preferencia. Una vez declarada la quiebra, se produce una serie de efectos personales sobre el deudor, que en el aspecto patrimonial se resumen fundamentalmente en la inhabilitación para la administración de sus bienes.

El procedimiento de quiebra

1. Para que pueda iniciarse el procedimiento de quiebra es necesario que se den los siguientes requisitos:
 - La cualidad de empresario en el deudor.
 - La cesación en el pago corriente de sus obligaciones por parte del deudor.
 - La declaración deberá ser hecha por un juez.
 - La solicitud podrá ser hecha a instancia del propio deudor o de cualquier acreedor legítimo.
2. Para el desarrollo del procedimiento, es necesaria una serie de órganos, que en la legislación española son cuatro:
 - El juez, que declara la quiebra y tramita todo el procedimiento.
 - Los *síndicos* son las personas encargadas de administrar los bienes de la quiebra y representar a esta en juicio y fuera de él. Los síndicos serán tres acreedores nom-

brados en la primera junta general. Tienen amplias facultades de gestión, siendo su principal objetivo velar por la conservación del valor de los bienes, puesto que habrán de ser enajenados algún día para satisfacer a los acreedores.

- El *comisario* es el órgano de vigilancia e inspección y actúa de enlace entre los síndicos y el juez.
 - La *junta general de acreedores* es el órgano deliberante. Su intervención es indispensable siempre que los acreedores hayan de manifestar su voluntad.
3. Como procedimiento colectivo que es, la quiebra requiere una serie de operaciones, tanto en el conjunto de bienes del deudor (masa de bienes de la quiebra) como en el conjunto de acreedores (masa de acreedores).
- Masa de acreedores: la primera consecuencia de la declaración de quiebra es la pérdida del libre ejercicio de sus acciones individuales, que se sustituyen por una acción conjunta. En la masa entran todos los acreedores a los que afecte la solución que se dé al procedimiento de quiebra, es decir, todos aquellos que no tengan derecho de ejecución separada sobre determinados bienes del deudor. Hay, además, una serie de modificaciones concretas en los derechos de los acreedores:
 - Suspensión de los intereses desde la fecha de la declaración de quiebra, salvo en los créditos hipotecarios y pignoratícios, hasta donde alcance la respectiva garantía.
 - Vencimiento de los créditos aplazados.
 - Compensación de créditos de acreedor y quebrado.
 - En caso de quiebra de uno o más deudores solidarios, el acreedor común podrá intervenir en todas las quiebras por el total importe del crédito, hasta la total satisfacción del mismo.
 - Resolución de los contratos bilaterales en curso de ejecución.
 - Masa de bienes de la quiebra: se producen dos operaciones fundamentales, la delimitación o dejar en la masa solo aquello que siendo propio del deudor pueda ser ejecutado, y la reintegración a la masa de los bienes que debieran encontrarse disponibles para su ejecución.

Operaciones propias de la quiebra

Son aquellas destinadas a liquidar el patrimonio del deudor para pagar a los acreedores, con la preferencia y en el orden que se establecen en las normas legales. La liquidación comprende tres operaciones:

1. Examen y reconocimiento de los créditos.
2. Graduación de los mismos: esta operación tiene una especial relevancia en lo que se refiere a determinar la preferencia u orden en que se debe aplicar lo obtenido con la liquidación al pago de los distintos créditos. En el derecho español se dan tres posibilidades de reconocimiento de privilegios a la hora de hacer efectiva la liquidación:

- *Derecho de abstención.* Consiste en que el acreedor al que se le reconozca y lo ejerza, no se vea afectado por el convenio; por tanto, si no acude al convenio, permanecerá íntegro su derecho sin que le afecten las posibles quitas o esperas que se acuerden en el mismo. Tienen este derecho los acreedores singularmente privilegiados, los privilegiados y los hipotecarios.
- *Derecho de separación.* Se trata de que determinados acreedores puedan hacer efectivos sus créditos sobre bienes que en principio pertenecen a la masa, pero que pueden ser separados para satisfacer esos créditos. Tienen este derecho los siguientes créditos:
 1. Los acreedores con prenda constituida por escritura pública o en póliza intervenida por corredor de comercio. El acreedor podrá realizar la ejecución separada vendiendo la cosa en Bolsa, si cotiza en ella, o, en otro caso, con intervención de corredor de comercio.
 2. En caso de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento, cuando se hayan hecho en escritura pública o mediante póliza intervenida por corredor de comercio e inscrito en el registro especial, los bienes hipotecados o pignorados no se incluirán en la masa de la quiebra mientras no sea satisfecho el crédito garantizado.
 3. El acreedor con hipoteca naval puede ejercitar su derecho contra la nave o naves afectas a él cuando el deudor fuera declarado en quiebra.
 4. De igual forma, puede actuar el acreedor con hipoteca inmobiliaria que hubiera iniciado la ejecución hipotecaria antes de la declaración de quiebra y, si su crédito no queda cubierto con la venta de los inmuebles, será considerado, en cuanto al resto, como acreedor escriturario.
- *Privilegio común.* Es el derecho a cobrar con preferencia a otro tipo de acreedores, poniéndose en cabeza de la cola de los que esperan cobrarse con el producto de los bienes del quebrado. Este privilegio se concreta en la graduación de los créditos que se efectúa por medio de una junta general de acreedores convocada al efecto. La graduación consiste en una clasificación de los créditos y después en el establecimiento de un orden entre ellos, de manera que el haber líquido de la quiebra no se reparte por igual entre todos los acreedores concurrentes, sino que deben ser colocados en el orden que les corresponda. La clasificación de los créditos se hace dividiendo los créditos en dos secciones: la primera comprenderá los créditos que hayan de ser satisfechos con el producto de los bienes muebles de la quiebra, y la segunda, los que hayan de pagarse con el producto de los inmuebles. El art. 913 del Código de Comercio establece el orden entre los créditos que han de satisfacerse con el producto de los bienes muebles:
 1. Los acreedores por trabajo personal por los seis últimos meses anteriores a la quiebra.
 2. Los titulares de créditos derivados de los regímenes obligatorios de subsidios y seguros sociales y mutualismo laboral por los seis últimos meses anteriores a la quiebra.
 3. Los acreedores que tuvieran algún derecho preferente previsto en el Código de Comercio (3).

(3) El presente Código establece derecho preferente en los arts. 98, 196, 208, 276, 320, 340, 372, 375, 376, 580, 581, 667, 704 y 730.

4. Los acreedores privilegiados por derecho común, y los hipotecarios legales en los casos en que tuvieren derecho de prelación sobre los bienes muebles (4).
5. Los acreedores escriturarios junto con los que lo sean por títulos o contratos mercantiles en que hubiere intervenido agente o corredor.
6. Los acreedores comunes, primero por operaciones mercantiles y luego por operaciones civiles.

El art. 914 señala el orden en que han de ser pagados los créditos de la sección segunda, esto es, a los que corresponde el producto de los *bienes inmuebles*:

1. Los acreedores con derecho real, en los términos y el orden establecidos en la Ley Hipotecaria.
2. Los acreedores singularmente privilegiados y demás enumerados en el art. 913 descritos en apartado anterior sobre prelación de los *bienes muebles*, en el orden establecido en el mismo.
3. Pago a los acreedores: una vez efectuada la graduación de los créditos, puede iniciarse su pago. Este habrá de realizarse respetando la clasificación antes mencionada en las dos secciones. Dentro de cada una de ellas ha de respetarse el orden establecido en los artículos 913 y 914, sin que puedan pagarse créditos de un grado sin haber satisfecho completamente a los del anterior. Dentro de cada clase, los acreedores percibirán sus créditos sin distinción de fechas y, si no hay suficiente para satisfacer a los de una clase, será a prorrata. Esta norma tiene la excepción de los acreedores hipotecarios y escriturarios, que cobrarán por orden de fechas de sus títulos.

3.4. Utilización efectiva de ambos procedimientos

En la práctica, pocas empresas recurren a estos dos procedimientos. El cuadro adjunto facilita las suspensiones y quiebras oficialmente declaradas en los últimos ejercicios:

CUADRO 1

NÚMERO DE SUSPENSIONES DE PAGOS Y QUIEBRAS

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Suspensiones	798	1.135	1.446	969	650	649	479	348	290	223
Quiebras	352	507	618	697	695	713	656	548	484	380

Fuente: INE.

(4) Arts. 1922 del Código Civil y 168 de la Ley Hipotecaria, de 8 de febrero de 1946.

ANEXO VI

FONDOS DE PENSIONES Y OTROS SISTEMAS
DE AHORRO DE LOS EMPLEADOS EN
FRANCIA Y ESPAÑA (*)

(*) Este anexo, traducción al español de la versión inglesa editada en octubre de 2002, se redactó con la información disponible y la regulación existente hasta diciembre de 2001.

1. INTRODUCCIÓN

Los sistemas de jubilación tratan de garantizar a los ancianos el derecho a una renta, una vez que su vida laboral ha terminado. El desarrollo demográfico en la mayoría de los países occidentales es el origen de los problemas de financiación de los sistemas de jubilación. Este tema recurrente y su evolución en los últimos tiempos son motivo de debate en relación con los fondos de pensiones.

Mientras que en España varias leyes han promovido este mecanismo, Francia es el único país en Europa en que los planes de pensiones son prácticamente inexistentes, salvo en ciertas profesiones. En Francia, el problema de financiación del sistema de jubilación provocó un debate sobre el ahorro salarial.

2. FONDOS DE PENSIONES Y PLANES DE AHORRO SALARIAL EN FRANCIA

2.1. Financiación de la jubilación – Fondos de pensiones

En Francia, la existencia de un sistema universal y obligatorio de pensiones se ha generalizado progresivamente a lo largo de varios siglos.

El régimen general básico de la seguridad social, basado en la técnica del reparto, se instauró mediante las ordenanzas de 4 y 19 de octubre de 1945. El nivel de protección salarial del sector privado ha sido mejorado significativamente mediante regímenes complementarios:

- Uno para los empleados cualificados, establecido en 1947 y organizado por la *Association générale des institutions de retraite des cadres* (AGIRC).
- Varios para los trabajadores menos cualificados, creados entre 1962 y 1972, y aunados bajo la tutela de una organización protectora, la *Association des régimes de retraite complémentaires* (ARRCO).

El régimen de reparto se vio afectado por una evolución demográfica desfavorable, por lo que fue necesario considerar otras formas de complementar el actual enfoque usando ciertos mecanismos, que podrán incluir la capitalización.

En 1990, un equipo de trabajo dirigido por el entonces primer ministro, Michel Rocard, consideró la cuestión del envejecimiento de la población francesa y evaluó el problema de financiar el sistema de jubilación en un Libro Blanco publicado en 1991.

La Ley «Thomas», sobre fondos de pensiones, que toma el nombre del diputado que la promovió, fue elaborada en 1995. Sin embargo, la promulgación de los edictos necesarios no se realizó, por lo que nunca entró en vigor.

La cuestión recurrente de los problemas de financiación del sistema de jubilación y su evolución en los últimos tiempos aparecen frecuentemente en los debates sobre fondos de pensiones.

Francia es el único país en Europa que apenas posee planes de pensiones. Solo ciertas profesiones (los funcionarios públicos con el plan «Préfon» y los profesionales liberales con la Ley «Madelin») se pueden acoger a ellos.

En Francia, el problema de financiación del sistema de jubilación provocó un debate sobre el ahorro salarial que se concretó en la Ley «Fabius», que fue aprobada el 7 de febrero de 2001 y promulgada el 15 de febrero del mismo año.

2.1.1. Definición de fondo de pensiones

De aquí en adelante, debe recordarse que ahorro salarial y ahorros de jubilación son conceptos diferentes.

El ahorro salarial está estrechamente ligado a los resultados de la empresa. Eso lo hace más aleatorio que el ahorro de jubilación, que implica pagos regulares a lo largo de un amplio período que son bloqueados y luego desembolsados no como capital, sino como renta.

Sin embargo, en Francia se llama fondo de pensiones a todo mecanismo diseñado para animar a las personas al ahorro y acompañado por beneficios fiscales; con el objetivo de complementar las pensiones, ya que se espera que estas se reduzcan.

Por consiguiente, los fondos de pensiones son un llamamiento público al ahorro. Su objetivo es asegurar a lo largo de varias décadas la gestión de los ahorros y el pago de rentas suficientemente revalorizadas para salvaguardar el poder adquisitivo de los rentistas y los cotizantes.

«Un fondo de pensiones es un sistema de jubilación con prestaciones y/o cotizaciones definidas, promovido por una o más empresas privadas o públicas. Actúa como una entidad financiera no bancaria que recoge las contribuciones de los empleados y/o los empresarios (flujos de entrada), las gestiona capitalizándolas y luego desembolsa unas prestaciones, bien como renta vitalicia, bien como capital (flujos de salida) cuando un partícipe se jubila» (Najat El Mekkaoui de Freitas). La adhesión al fondo de pensiones garantiza unos ingresos de jubilación para los asalariados afiliados al mismo.

Los fondos de pensiones son organizaciones financieras atípicas, independientes de sus empresas promotoras y que difieren en distintos aspectos de otras organizaciones financieras, especialmente bancos y corporaciones de seguros.

2.1.2. Diferentes modos de financiar los fondos de pensiones

2.1.2.1. FONDOS CON PRESTACIONES DEFINIDAS

En este caso, el promotor del fondo de pensiones, es decir, el empresario, se compromete a pagar a los partícipes en el momento de su jubilación una pensión igual a un porcentaje predeterminado de su salario, basado en la antigüedad (beneficio unitario). A menudo es el empresario quien realiza las aportaciones y no los empleados. Esto último supone que el empresario es el ahorrador y no los empleados. Si los empleados participan en la financiación, su contribución se establece como un porcentaje de su salario (beneficio fijo).

2.1.2.2. FONDOS CON COTIZACIONES DEFINIDAS

En los fondos con cotizaciones (o contribuciones) definidas, tanto el empleado como el empresario financian el plan, y el compromiso solo se refiere a las cotizaciones.

Los pagos del empresario pueden tener la forma de una cantidad fija o de un porcentaje del salario del empleado. Los pagos están, a veces, ligados a los beneficios de la empresa. La pensión, que es abonada a cada empleado en una cuenta personal, es igual al ahorro de fondos más (o menos) las ganancias (o pérdidas) de las inversiones. Los últimos diez años han visto un aumento relativamente fuerte en el número de fondos de cotizaciones definidas.

Esta tendencia es el resultado de una mayor flexibilidad del reglamento, particularmente en lo referente a la posibilidad de transferir los derechos de los empleados que dejan de trabajar o cambian de empleo. De hecho, los fondos con cotizaciones definidas ofrecen generalmente una total flexibilidad, a diferencia de los de prestaciones definidas, en que los empleados necesitan un mínimo (generalmente, alto) de años de servicio para evitar perder su pensión.

2.1.2.3. FONDOS HÍBRIDOS

Un nuevo tipo de fondo de pensiones está desarrollándose: los planes híbridos, que combinan la financiación de cotización definida y prestación definida. Existen alrededor de 120 fondos de pensiones franceses con un valor total de 15,24 mm de euros (10 mm de francos franceses). La mayoría fueron promovidos por grandes grupos, como Usinor, Air Liquide, Péchiney y Saint-Gobain. Algunas empresas, como Rhône-Poulenc y Accor, han desarrollado incluso unos sofisticados planes de ahorro a largo plazo donde los fondos son invertidos de acuerdo con un calendario temporal fijado por el empleado (por ejemplo, jubilación o compra de una casa).

Existen otros productos distintos de los planes de pensiones individuales, como el plan de ahorro a largo plazo de la empresa para sus empleados, el plan de ahorros en acciones y el plan de ahorro popular, abiertos a cualquier persona, muy apreciados por los incentivos fiscales que conllevan.

2.1.3. El fondo de reserva

El fondo de reserva nacional se estableció en 1999 para fortalecer el régimen de reparto y ayudarles a hacer frente a los problemas de los próximos 20 años, una vez que las generaciones populosas de la posguerra alcancen la jubilación.

El aumento de la financiación del fondo de reserva proviene de tres fuentes. Para el 2020, un total de 76,22 mm de euros (50 mm de francos) deberían ser obtenidos vía la totalidad de las plusvalías acumuladas por el plan de pensiones nacional (*Caisse nationale d'assurance-veillesse*), el fondo solidario de la vejez (*Fonds de solidarité-veillesse*) y las contribuciones solidarias a la Seguridad Social de las empresas. Una parte de la recaudación de la Seguridad Social sobre la renta de capital supondría 22,87 mm de euros (150 mm de francos franceses). Por último, los ingresos financieros generados por dichos fondos ascenderían a 50,31 mm de euros (330 mm de francos franceses). En total, para el 2020, el fondo de reserva debe ser complementado por el monto de alrededor de 152,45 mm de euros (1 billón de francos franceses).

Una parte de los ingresos de la venta de las licencias de UMTS también está destinada al fondo de reserva de jubilación.

El fondo podría administrarse, bien según una estrategia de inversión a largo plazo, con la intención de establecer un fondo permanente, o con una perspectiva de medio plazo, para limitar los aumentos de las contribuciones. La inversión será en acciones ordinarias, que ofrecen elevadas rentabilidades, pero son volátiles, o en valores del Estado, que son más seguros, pero ofrecen rendimientos más bajos.

2.2. Ahorro Salarial

Francia ofrece un impresionante abanico de planes de ahorro salarial. Es uno de los pocos países que ha introducido un mecanismo obligatorio de participación en los beneficios.

La mayoría de las opciones ofertadas en otros países también están disponibles en Francia, a menudo en condiciones ventajosas en cuanto a exenciones fiscales y bonificaciones en las cuotas de la Seguridad Social.

Los tres principales mecanismos son los planes de incentivos, los planes de participación en el reparto de beneficios y los planes de ahorros de la empresa:

— Planes de incentivos

Creados en 1959 y modificados por la ordenanza del 21 de octubre de 1986, los planes de incentivos están diseñados para motivar a los empleados mediante el establecimiento de objetivos específicos. Deben estar recogidos en un acuerdo de empresa de tres años, negociado y firmado por los empleados o sus representantes. En determinadas condiciones, especialmente de duración, las sumas ganadas bajo los planes de incentivos están exoneradas de las cuotas a la Seguridad Social, pero, al requerir su disponibilidad, pasan a ser gravables.

— Plan de participación en los beneficios empresariales

Este régimen instaurado en 1967 es obligatorio para empresas de 50 trabajadores o más y voluntario para el resto. Puesto que la finalidad es dar a los trabajadores una participación en los beneficios de la empresa, los derechos de los empleados son calculados al cierre de cada ejercicio económico, de acuerdo con el derecho común, y llevado a una cuenta especial. El cálculo utiliza la siguiente fórmula:

$$\frac{1}{2}(\text{beneficios después de impuestos en Francia} - 5\% \text{ del capital social}) \times \frac{\text{Salarios}}{\text{Valor añadido}}$$

Dependiendo de las normas de cada empresa, las sumas generadas a partir de la participación en beneficios son indisponibles durante tres o cinco años (aunque la distribución anticipada está prevista en nueve casos) y deben ser invertidas a lo largo del período. Están exentas de cargas sociales, del impuesto sobre la renta del empleado (siempre que no se utilicen durante cinco años) y la empresa puede deducírselas en el cálculo de su resultado fiscal.

De acuerdo con las estipulaciones del sistema, los derechos de los empleados en la participación de los beneficios de la empresa pueden concretarse en lo siguiente:

1. Distribución de acciones en la compañía:
 - Esta opción carece de interés para las empresas cuyas acciones no cotizan en bolsa.
 - Por el contrario, las sociedades cotizadas pueden recomprar sus propias acciones para distribuirlas entre los empleados.
2. Un crédito sobre la compañía, que puede tener la forma de obligaciones o cuentas corrientes a plazo fijo.
3. Inversión en los mercados financieros:

En este caso, se inscriben a nombre de cada empleado las acciones de SICAV o participaciones de un fondo de inversión o, alternativamente, de un plan de ahorro de la empresa.

— *Plan de ahorro de la empresa*

Se trata de un sistema facultativo a disposición de todas las empresas. Las sociedades los utilizan para estimular y ayudar a sus empleados (o antiguos empleados que se han jubilado) a constituir un plan de ahorros del que puedan disponer para realizar diversos proyectos o para mejorar su pensión.

Los planes de ahorro de las empresas pueden crearse por negociación colectiva o a iniciativa de la compañía. Se nutren de los pagos de los partícipes, que pueden estar constituidos por las sumas ganadas en la distribución de los beneficios o de los planes de incentivos, o contribuyen directamente a partir de sus salarios o pensiones. La totalidad de los pagos anuales, excluyendo los del reparto de los beneficios, no puede exceder el 25% del salario bruto anual del empleado. La empresa podrá optar por completar las cantidades invertidas, haciendo un abono, con el límite del triple de la cantidad contribuida por los empleados, con el límite de 2.300 euros (15.000 francos) por persona, o 3.450 euros (22.500 francos) si los fondos son parcialmente invertidos en las acciones propias de la empresa.

Los planes de ahorro de la empresa son vehículos de ahorro colectivo que permiten a los empleados, asistidos por su empresa, elaborar carteras de activos financieros. Los fondos ingresados en el plan pueden invertirse en acciones en un SICAV o ingresados en un fondo de inversión, que puede ser diversificado o invertido en acciones de la compañía. Varias normas están en funcionamiento para garantizar la liquidez de los fondos invertidos.

Los planes de ahorros de la empresa se han desarrollado mucho en los años recientes. En 1997, 8.702 empresas poseían uno, un 51% más que en 1993, y 1,35 millones de empleados eran partícipes. Los fondos recaudados en total fueron de 19,3 mm de francos franceses, con 4,2 mm de francos procedentes de la participación de los beneficios, 4,1 mm de francos franceses de los planes de incentivos, 7,3 mm de francos franceses de pagos voluntarios de los em-

pleados, más 3,6 miles de francos franceses de los abonos de las empresas. El depósito medio por ahorrador en 1997 fue de 14.000 francos franceses. Por término medio, uno de cada dos empleados realiza un pago de un tipo u otro cada año. Dos tercios de ellos se benefician de un abono de la empresa, que tienen como media 4.000 francos franceses y ejercen un sustancial efecto multiplicativo en los pagos voluntarios.

Planes de ahorros de la empresa

Creación	Opcional. Establecido, bien a iniciativa de la empresa, o bien en negociación colectiva.
Requisitos	El plan debe ofrecerse a todos los empleados de la empresa y debe extenderse a los empleados retirados o cerrarse a los empleados más recientes (< 6 meses).
Pagos	<ul style="list-style-type: none"> • Pagos voluntarios de los empleados (hasta ¼ de la renta anual). • Pagos realizados por la empresa: <ul style="list-style-type: none"> – Bajo el plan obligatorio de la participación en los beneficios. – Bajo el plan opcional de incentivos. – A través de abonos voluntarios, limitados a tres veces el pago de los empleados y a 2.300 euros (3.450 euros si los fondos son utilizados para comprar acciones o certificados de inversión emitidos por la empresa).
Ventajas fiscales	<p>Los pagos de capital exentos de las contribuciones a la Seguridad Social.</p> <p>Exención del impuesto sobre los productos reinvertidos.</p> <p>Condición: los fondos deben estar bloqueados durante cinco años.</p>
Fondos invertidos en	<ul style="list-style-type: none"> – Valores emitidos por SICAV o FCP. – Valores emitidos por la compañía, en especial en caso de compra de la empresa por parte de los empleados. – Aumentos de capital reservados a los empleados (Ley de 1973).

Las opciones sobre acciones constituyen un cuarto tipo de mecanismo, que con frecuencia se considera que están fuera de la categoría de los ahorros de los empleados, debido a su carácter generalmente elitista y debido a la forma de ser utilizadas por las empresas. Introducidas en Francia en 1970, las opciones sobre acciones ofrecen a los empleados, especialmente a directivos, condiciones preferentes para suscribir o comprar acciones de su compañía o de una sociedad del grupo.

Un nuevo sistema (*bons de souscription de parts de créateurs d'entreprises*) se ha puesto recientemente en vía de ejecución para determinadas empresas que no cotizan en Bolsa.

La publicación del informe Balligand-Foucauld, enviado en enero del 2000 al primer ministro, es el origen de un relanzamiento del ahorro salarial, que fue confirmado en julio de 2000 por los principales objetivos del proyecto de ley Fabius, que se apoya en tres ejes:

- Asegurar una distribución más justa del crecimiento de los beneficios.
- Expandir mecanismos de ahorro para incluir a empresas de pequeño y mediano tamaño (PYMES).
- Fomentar ahorros preventivos (sin poner en duda el régimen de reparto).

Una nueva Ley de ahorro salarial fue adoptada por la Asamblea Nacional de Francia el 7 de febrero de 2001 y promulgada el 19 de febrero de 2001.

Esta Ley pretende principalmente:

- Mejorar los mecanismos existentes de ahorro.

- Facilitar a los empleados de las PYMES beneficiarse de dichos planes.
- Alargar la duración de los ahorros.
- Incrementar la participación en el capital de la empresa de los empleados y darles una mayor influencia.

La nueva Ley contempla la creación de dos nuevos mecanismos de ahorro: el plan de ahorros interempresarial (*plan d'épargne interentreprises*) y el plan voluntario de ahorro salarial entre empleados (*plan partenarial d'épargne salariale volontaire*).

2.2.1. Mejora de los mecanismos existentes

Se ha reducido de seis a tres meses el período de permanencia en la empresa exigido a un trabajador para adherirse a un plan de ahorro salarial y/o participar en el reparto de beneficios y en los planes de incentivos.

La cartilla de ahorros del empleado ha sido creada para que la gente que cambia de empleo pueda transferir su ahorro al plan de su nuevo lugar de trabajo.

La transferencia de los planes de ahorro salarial en caso de movilidad de los trabajadores es posible en las siguientes condiciones:

- Existe la posibilidad de reinvertir en un nuevo plan las cantidades obtenidas en uno previo.
- No se puede situar más del 25% de la remuneración anual en el nuevo plan.
- Los períodos durante los cuales los fondos ya hayan sido bloqueados serán tenidos en cuenta cuando se transfieran a otra nueva cuenta, a no ser que los fondos transferidos sean usados para comprar valores como parte de un aumento de capital reservado para los empleados.

Después del tiempo de bloqueo, los fondos ingresados en el plan de ahorros o ganados bajo los acuerdos del reparto de beneficios podrán ser depositados en una cuenta de ahorro a plazo (*compte épargne temps*).

Un nuevo tipo de instrumento financiero ha sido creado: un SICAV invertido en las acciones propias de la sociedad.

2.2.2. Ampliación del ahorro salarial

La provisión libre de impuestos para la inversión ha aumentado desde el 25% al 50% del total de la cantidad pagada en planes de incentivos para todos los acuerdos en vigor cuando la Ley fue promulgada y para cualquier acuerdo concluido en los dos años posteriores.

Las sociedades con menos de 100 empleados que hayan creado un plan de incentivos y que hayan establecido un plan de ahorros de la compañía en la fecha en la que la Ley fue publicada o en los dos años posteriores, tienen el derecho de crear una provisión libre de impuestos para la inversión. Esta provisión podrá ser igual al 50% de la aportación de los pagos de los empleados al plan de incentivos y es asignada al plan de ahorros.

Los planes de ahorros entre sociedades pretenden facilitar a las PYMES la creación de un plan de ahorros.

Los planes entre sociedades pueden llevarse a cabo a nivel sectorial, por áreas geográficas o por un grupo de empresas que simplemente se unen para crear un plan de ahorros compartido.

Pueden ser establecidos en la base de un convenio colectivo alcanzado dentro del comité de empresa de la compañía o si dos tercios de los empleados de cada sociedad participante dan su aprobación. Dichos planes hacen posible el compartir ciertos «costes». Los empleados son libres de inscribirse, sin tener en cuenta si su empresario se ha unido al plan.

Las PYMES deberían ser estimuladas para hacer más uso de los planes de ahorros de la compañía financiados por la participación de los beneficios y los incentivos. Este tipo de plan ya puede establecerse por los representantes autorizados de las compañías que contratan entre 1-100 personas. Los gerentes de la sociedad y los representantes autorizados (1) también tienen derecho a ser miembros de los planes (deberán abonar hasta $\frac{1}{4}$ de su salario), así como los empresarios individuales (les está permitido abonar $\frac{1}{4}$ de su renta profesional sujeta al impuesto sobre beneficios).

2.2.3. *Ampliando los horizontes del ahorro a través de los planes voluntarios de ahorro salarial entre empleados*

Los planes voluntarios de ahorro salarial entre empleados son un vehículo de ahorro diversificado que permite a los empleados constituir ahorros preventivos o llevar a cabo proyectos específicos, como financiar una transacción inmobiliaria o establecer una pensión suplementaria.

Este tipo de plan puede tener una de las dos formas siguientes:

- Un plan por un mínimo de diez años de vencimiento fijo a contar desde el primer pago.
- Un plan de vencimientos móviles, siendo cada pago bloqueado durante diez años.

Como un incentivo, estos nuevos planes ofrecen ventajas adicionales sobre los planes de ahorros de la sociedad. El límite superior anual de la aportación es de 4.600 euros.

El empresario está obligado a pagar una contribución fija del 8,20% de la parte de aportación anual de la compañía que exceda de 2.300 euros por empleado. Esta contribución se lleva al fondo solidario nacional de la vejez (*Fonds de solidarité-veillesse*).

Las normas que definen estos planes deben estipular que parte de los fondos aportados podrán ser utilizados para comprar participaciones en fondos invertidos en empresas solidarias, como, por ejemplo, empresas que ayudan a integrar a personas en el mercado laboral, que contratan a minusválidos, o que disfrutan de estatus legal especial (asociación, cooperativa, etc.).

Solo las empresas que ya ofrecen a sus trabajadores un plan de ahorros de la compañía pueden establecer este tipo de plan.

(1) *Mandataires sociaux non titulaires d'un contrat de travail*. Los directivos de la empresa, los presidentes del Consejo de Administración y los gerentes de las sociedades anónimas están todos incluidos en esta categoría.

2.2.4. Reforzamiento de los derechos de los asalariados dentro de la empresa y de su participación en el accionariado

Si los empleados no están protegidos por un plan de ahorro salarial, el empresario está obligado a celebrar negociaciones anuales para considerar uno o más de los diferentes mecanismos.

Las regulaciones que gobiernan el plan de ahorros de la sociedad deben ser entonces presentadas a la Dirección Departamental de Trabajo, Empleo y Formación Profesional (*Direction Départementale du Travail, de l'Emploi et de la Formation Professionnelle*, DDTEFP).

Una vez que se ha tomado la decisión de crear un plan de ahorros empresarial, el comité de empresa o los representantes de la plantilla deben ser consultados acerca de las regulaciones propuestas, al menos dos semanas antes de la presentación al DDTEFP.

Las sociedades son animadas a introducir, o aumentar, la participación del empleado en su capital, para permitirle beneficiarse del crecimiento de valor de la compañía y para trasladar los ahorros hacia la base de producción, fomentando la inversión en acciones.

Tan solo seis millones de los casi 21 millones de trabajadores asalariados en Francia poseen acciones en un FCPE (*Fond commun de placement d'entreprises*).

Medidas clave contenidas en el proyecto de ley

	CONDICIONES	MEJORAS
Participación en los beneficios	<ul style="list-style-type: none"> Compañías con menos de 50 empleados. 	<ul style="list-style-type: none"> La provisión para la inversión aumentó desde un 25% a un 50% para los acuerdos firmados en los dos años siguientes a la publicación de la Ley.
Planes de incentivos	<ul style="list-style-type: none"> Compañías con menos de 100 empleados. Los incentivos deben invertirse en un plan de ahorros. La sociedad debe realizar una aportación. 	<ul style="list-style-type: none"> La provisión para la inversión igual al 50% de la aportación de la empresa.
Planes de ahorros de la sociedad	<ul style="list-style-type: none"> Pueden establecerse por los representantes autorizados de las sociedades que emplean entre 1-100 personas. 	<ul style="list-style-type: none"> Los representantes autorizados de la compañía pueden participar en el plan de la sociedad, con pagos limitados al 25% de su salario.
	CONDICIONES	INNOVACIONES
Planes de ahorros entre compañías	<ul style="list-style-type: none"> Se establecen a través de la negociación colectiva. Aplicación a un sector o área geográfica concreta. 	<ul style="list-style-type: none"> Los empleados de distintas sociedades pueden ser miembros del mismo plan, sin tener en cuenta si sus empresarios se han afiliado.
Plan voluntario de ahorro salarial entre empleados	<ul style="list-style-type: none"> Se establece a través de la negociación colectiva. Es necesaria la existencia previa de plan de ahorros de la empresa o interempresarial. 	<ul style="list-style-type: none"> Fondos bloqueados durante diez años. Aportación máxima de la empresa de 4.600 euros, comparada con 2.300 euros para los planes de ahorros de las sociedades. El empresario debe pagar una contribución a la jubilación del 8,20% de la parte de la aportación que exceda de 2.300 euros; El recorte aumentó del 20% al 30% en caso de aumentos de capital reservados a los empleados.

La participación del empleado en el capital de las empresas está ganando terreno gracias a mecanismos que permiten a los miembros de la plantilla inscribirse al IPOs, por ejemplo, o participar en privatizaciones vía planes de opciones sobre acciones ofrecidos por las empresas que cotizan en el CAC 40, y vía los planes de ahorros de las empresas. Esta tendencia está creciendo especialmente en las empresas tecnológicas y en las operaciones de LMBO. Introducida por primera vez en Francia en 1984, las LMBOs (compra de la empresa por parte de sus propios asalariados) están diseñadas para asegurar la supervivencia de la compañía cuando no hay sucesor alguno de la dirección saliente.

3. FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA

3.1. Fondos de Pensiones internos en las empresas: normas que los regulan

La Ley 8/1987, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, señala la naturaleza de los Fondos de Pensiones y establece como objetivo de los mismos el proporcionar al trabajador, en el momento de comenzar a percibir la pensión, un nivel de vida similar al que venía disfrutando hasta ese momento. En su disposición adicional primera establece que los compromisos por pensiones asumidos por las empresas deberán instrumentarse mediante contratos de seguro, a través de la formalización de un plan de pensiones, o de ambos.

La Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados, en su disposición transitoria decimocuarta, establece que los empresarios que en el momento de entrada en vigor de dicha ley mantuviesen compromisos por pensiones con sus trabajadores o empleados cuya materialización no se ajustase a la disposición adicional primera de la Ley 8/1987 antes referida, deberían proceder, en un plazo no superior a tres años desde la citada entrada en vigor, a adaptar dicha materialización a lo establecido en esa disposición adicional. En la práctica, supone la *obligatoriedad de que estos fondos se constituyan fuera de las empresas no financieras*, externalizándose en una institución financiera. Esta misma disposición transitoria permite, excepcionalmente para algunos tipos de sociedad, un plazo más amplio.

La Ley de acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado de 1999, en su disposición adicional decimotercera, amplió estos plazos hasta el 1 de enero de año 2001. Posteriormente, la Ley de Presupuestos de 2001 ha vuelto a prorrogar el plazo hasta noviembre del 2002.

En 1990, el *Plan General de Contabilidad*, en su disposición transitoria cuarta, estableció que las empresas que tuviesen déficit entre los compromisos devengados por pensiones y los asegurados y cubiertos contablemente hasta el ejercicio anterior a la entrada en vigor de la Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, debían dotar sistemáticamente las provisiones correspondientes hasta completar dicho déficit en los siguientes plazos, contados desde el inicio del primer ejercicio que se cierre con posterioridad a 30 de junio de 1990:

- a) Para las provisiones correspondientes a las pensiones causadas al inicio del referido ejercicio, siete años.
- b) Para las provisiones correspondientes a las pensiones no causadas al inicio del referido período, 15 años.

Estos plazos posteriormente han sido ampliados para algunos sectores de actividad.

Esta normativa contable supone que, en la práctica, la mayor parte de las empresas con compromisos por pensiones todavía no externalizados deberían tener dotada una provisión con esta finalidad. Sin embargo, los datos disponibles en la Central de Balances, referidos al total de las actividades, esto es, incluyendo otras distintas de las industriales, informan de que, de algo más de 3.500 empresas colaboradoras de tamaño mediano y grande, solo alrededor de 270 reflejan en sus cuentas estos compromisos, habiendo externalizado estos otras 169 empresas. No se dispone de información de cuántas empresas tienen compromisos y no los han reflejado contablemente.

ANEXO VII

CONTRIBUCIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL
EN FRANCIA Y ESPAÑA (*)

(*) Este anexo, traducción al español de la versión inglesa editada en octubre de 2002, se redactó con la información disponible y la regulación existente hasta diciembre de 2001.

1. INTRODUCCIÓN

El sistema de Seguridad Social está diseñado para cubrir a los ciudadanos de diversos riesgos sociales (como enfermedad, incapacidad...) que impiden a las personas obtener ingresos profesionales, o que generan gastos específicos.

En España y Francia, el sistema de Seguridad Social está construido alrededor de distintos regímenes legales. De cualquier manera, la mayoría de las personas en cada país está cubierta por el régimen general.

La mayor parte de los fondos de los sistemas de Seguridad Social proviene de tasas sobre los salarios de los empleados o sobre los ingresos de los trabajadores autónomos. Sin embargo, en Francia se han diseñado nuevas políticas de financiación para ampliar esta base e incluir todos los ingresos de las familias, mientras que las políticas pro-empleo disminuyen las contribuciones exigidas a las personas de ingresos bajos.

2. EL SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL. RELACIÓN DE LOS SALARIOS CON LAS COTIZACIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL EN FRANCIA

Desde 1945, la cobertura de la Seguridad Social se ha extendido gradualmente a todos los estratos de población. El paso más reciente en este proceso ha sido la aprobación de la Ley del 28 de julio de 1999, que introduce un mecanismo universal de cobertura de enfermedades para facilitar una protección básica a todos los residentes franceses, junto con medidas adicionales para los más desfavorecidos.

La forma según la cual se abastece de fondos el sistema de Seguridad Social también ha evolucionado desde 1945. Aunque los salarios todavía aportan la parte más importante de la financiación, ha habido un gran incremento en la parte aportada por otros métodos, incluidos impuestos, la Contribución Social Generalizada (*Contribution Sociale Généralisée - CSG*), que fue introducida por la Ley de 23 de julio de 1993 y que grava todos los ingresos procedentes del trabajo, ingresos y patrimonios; la contribución solidaria hecha por las empresas (*Contribution Sociale de Solidarité à la Charge des Entreprises - CSSS*) y el recargo por el reembolso de la deuda de la Seguridad Social, creado por la Ordenanza del 24 de enero de 1996.

El sistema de la Seguridad Social está construido sobre una serie de regímenes legales:

	Personas cubiertas
Régimen general	Empleados en comercio e industria
Régimen agrícola	Empleados y autónomos del sector agrícola
Regímenes especiales	Categorías especiales de trabajadores como <i>funcionarios</i> , empleados del <i>ferrocarril</i> , energía y gas
Regímenes autónomos	Autónomos no pertenecientes al sector agrario (artesanos, comerciantes, profesiones libres...)

Más del 80% de los franceses están cubiertos por el régimen general, que está dividido en cuatro secciones: seguro de enfermedad y cobertura para accidentes de trabajo, subsidios familiares, el plan nacional de pensiones y cobros. Las oficinas de cobros, dirigidas por la organización URSSAF (*Union de Recouvrement des Cotisations de Sécurité Sociale et d'Allocations Familiales*), ayuda a recoger los fondos empleados para sostener el régimen general de la Seguridad Social.

El sistema de bienestar se completa con una serie de prestaciones adicionales, asistencia social, seguro de desempleo, ofrecidos por las autoridades públicas, el ASSEDICs (*Associations pour l'emploi dans l'industrie et le comerce*, asociación que maneja fondos locales de seguro de desempleo) y fondos suplementarios de jubilación.

La mayoría de los recursos del sistema de Seguridad Social francés provienen de tasas sobre el salario de los empleados o los ingresos de los trabajadores autónomos. Sin embargo, en Francia se han diseñado nuevas políticas de financiación para ampliar esta base e incluir todos los ingresos de las familias, mientras que las políticas pro-empleo disminuyen las cotizaciones exigidas a las personas de ingresos bajos.

Los ingresos de los planes de la Seguridad Social en 1999 se obtuvieron principalmente de las siguientes categorías:

- «Cotizaciones efectivas», que suponen un 57% de todos los ingresos y corresponden a las contribuciones hechas por los empleados y empresarios a los fondos de la Seguridad Social.
- «Cotizaciones nocionales», que suponen un 8,3% de los ingresos y reflejan las cantidades pagadas por empresarios (como el SNCF -la compañía francesa de ferrocarriles-, RATP -la compañía de transportes de París- y EDF -la compañía eléctrica francesa-) a los regímenes en que están incluidos. Los empresarios deben asegurarse de que sus regímenes tienen una sólida salud financiera.
- «Contribuciones públicas», que suponen el 3% de todos los ingresos y corresponden a los pagos directos del Estado:
 - Subsidios adicionales para asegurar que determinados regímenes especiales cuentan con los fondos apropiados.
 - Contribuciones gubernamentales obligatorias.
 - Reembolsos de prestaciones o subsidios pagados por los regímenes en nombre del gobierno.

«Impuestos y tasas específicas», que suman un 18,8% de los ingresos, comprende varias tasas fiscales, cotizaciones e impuestos asignados a la financiación de la Seguridad Social. Los principales son:

- El CGS (*Contribution sociale généralisée*), la sobretasa exigida sobre los impuestos totales de las familias. Las contribuciones sobre los ingresos laborales pagados exclusivamente por los empleados y las categorías antes referidas. Son retenidos por los empresarios y pagados a la oficina de recaudación URSSAF. Se emplean para financiar seguros de enfermedad, prestaciones familiares y el fondo de solidaridad para la tercera edad (FSV).
- Las contribuciones solidarias CSSS de las empresas.

De cualquier forma, este apartado no incluye la tasa CRDS asignada al fondo de amortización de la deuda de la seguridad social (*Caisse d'amortissement de la dette sociale* - CADES). Este fondo está considerado como una institución financiera y no como un fondo de la Seguridad Social.

Provisiones generales

Base de cotización	Elementos empleados para calcular la base de cotización de la seguridad social. La base para la contribución a la Seguridad Social incluye el salario básico de los empleados, más algunos bonus (pagos hechos por encima del salario básico individual), con excepción de los bonus que están expresamente exentos por disposiciones legales o reglamentarias, o pagados como consecuencia de gastos relacionados con el trabajo. Los bonus son susceptibles de la sobretasa CGS y las tasas CRDS tras una disminución fija del 5% permitida por los gastos relacionados con el trabajo. El techo de la Seguridad Social se emplea como base para ciertas contribuciones relacionadas con el plan nacional de pensiones y las prestaciones de hogar.
Base mínima de cotización	La base mínima para calcular las cotizaciones está establecida de acuerdo con el salario mínimo francés, al que se añaden una serie de prestaciones, bonus o incrementos por disposiciones legales o reglamentarias.

Sumario de bonus e incentivos (1)

Tipo de bonus	Base para las cotizaciones a la Seguridad Social	Base para la sobretasa CGS y la tasa CRDS
Incentivo: salario mensual extra, prima de fin de año, prima de vacaciones (2)	Incluido	Incluido (deducción del 5%)
Prima de antigüedad	Incluido	Incluido (deducción del 5%)
Prima de asistencia	Incluido	Incluido (deducción del 5%)
Prima de productividad	Incluido	Incluido (deducción del 5%)
Bonus relacionado con las condiciones de trabajo (3)	Incluido	Incluido (deducción del 5%)
Prima por expatriación	Incluido	Incluido (deducción del 5%)
Gastos relacionados con el trabajo: deducciones fijas y gastos demostrados	Excluido bajo ciertas condiciones	Excluido bajo ciertas condiciones, aunque hay una deducción adicional
Prima del comité de empresa	Incluido (4)	Incluido (deducción del 5%)
Contribuciones de los empresarios a planes de pensiones de jubilación y previsión complementarios.	Las contribuciones no superiores al 85% del techo de la Seguridad Social están excluidas (19% para planes de previsión)	
Planes de distribución de beneficios y planes de incentivos.	Excluidas	Incluido (deducción del 5%)

Techo de la Seguridad Social	El techo de la Seguridad Social tiene en cuenta todas las compensaciones pagadas a lo largo del año. La tabla inferior muestra los salarios de referencia en relación con el techo de la Seguridad Social de 1999-2001:				
			1999	2000	2001
	Salario recibido por:	Mes	14.470 (2.206€)	14.700 (2.241€)	14.950 (2.279€)
		Año	173.640	176.400 (26.892 €)	179.400 (27.349 €)
		Mes			
		Categoría A	≤ 14.470 (2.206€)	≤ 14.700 (2.241€)	≤ 14.950 (2.279€)
		Categoría B			entre 14.950 (2.279€) y 59.800 (9.117€)
	Categoría C			de 59.800 (9.117€) a 119.600 (18.233€)	

(1) Los bonus se definen como pagos hechos a los empleados por encima de su salario base de acuerdo con provisiones legales o contractuales, de forma individual o general en la empresa. Los bonus se incluyen en la base que se usa para calcular las contribuciones a la Seguridad Social a menos que estén expresamente exentos, o se paguen como reembolso de gastos relacionados con el trabajo. Los bonus están sometidos a la sobretasa CSG y las tasas CRDS tras una deducción del 5% por gastos relacionados con el trabajo.

(2) Bajo ciertas condiciones, los planes de opciones en acciones están sometidos al régimen de contribución a la Seguridad Social, la sobretasa CSG y la tasa CRDS.

(3) Por ejemplo, trabajo peligroso, frío o sucio, incrementos de demanda, turno de noche o trabajo en domingos o festivos.

(4) Excepto exenciones legales y subsidios de la Agencia Central de los Organismos de la Seguridad Social (Agence Centrale des Organismes de Sécurité Sociale – ACOSS).

CONTRIBUCIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL RELACIONADAS CON EL SALARIO (5)
Tasas aplicables a 1.1.1999, 1.1.2000 y 1.1.2001

Tipo	Base	Contribución del empresario %	Contribución del empleado %
Seguridad Social			
Seguro de enfermedad	Salario total	12,80	0,75
Plan nacional de pensiones	Salario total	1,60	-
	Techo de la Seguridad Social	8,20	6,55
Seguro de viudedad	Salario total	-	0,10
Subvenciones familiares	Salario total	5,40	-
Accidentes de trabajo	Salario total	-	-
Ayudas para alojamiento	Salario total	0,40	-
	Techo de la Seguridad Social	0,10	-
CSG			
CSG no deducible	95% del bruto CSG	-	2,40
CSG deducible	95% del bruto CSG	-	5,10
CRDS	95% del bruto CRDS	-	0,50
Seguro de desempleo y ASF			
	1999		
	Tramo A	5,13	3,01
	Tramo B	5,26	3,60
	2000 y 2001		
	Tramo A (AC)	3,70	2,10
	Tramo A (ASF)	1,16	0,80
	Tramo B (AC)	3,70	2,60
	Tramo B (ACS)	1,29	0,89
AGS (FNGS)	Tramos A y B a 1.1.1999	0,25	-
	Tramos A y B a 1.1.2000	0,20	-
	Tramos A y B a 1.1.2001	0,10	-
Planes suplementarios de jubilación			
	Porcentajes a 1.1.1999		
Empleados generales	Tramos 1 y 2	4,5	3
Empleados alto nivel	Tramo A	4,5	3
	Tramo B	12,5	7,5
	Tramo C		
	Tramos A, B y C (CET)	0,13	0,08
	Porcentajes desde 1.1.2000		
Empleados generales	Tramo 1	4,5	3
	Tramo 2 (general)	7,5	5
	Tramo 2 «Nuevas Empresas»	12	8
Empleados de alto nivel	Tramo A	4,5	3
	Tramo B	12,5	7,5
	Tramo C		
		Tramos A, B y C (CET)	0,17
	Porcentajes a 1.1.2001		
	Tramos A, B y C (CET)	0,22	-
Contribuciones complementarias obligatorias de previsión	Tramo A	1,50	-
APEC	Tramo B	0,036	0,024
Impuestos y participación en beneficios			
Construcción	Total salarios pagados	0,45	-
Aprendizaje	Total salarios pagados	0,50	-
Formación profesional	Salarios pagados	1,50	-

(5) CSG: Sobretasa de la Seguridad Social.

CRDS: Tasa de amortización de la deuda de la Seguridad Social.

AC: Seguro de desempleo.

ASF: Asociación para la estructura financiera (*Association pour la structure financière*). Los representantes autorizados de las empresas que cotizan a ARRCO (*Association des régimes de retraite complémentaires*) y AGIRC (*Association générale des institutions de retraite des cadres*), las organizaciones que gestionan los planes de jubilación complementarios para los empleados de nivel general y nivel alto, respectivamente, deben contribuir a la ASF desde el 1 de enero de 1996.

AGS: Mecanismo para la garantía del salario.

FNGS: Fondo nacional de garantía del pago de salarios.

CET: Pago excepcional y temporal exigido por la AGIRC desde 1 de enero de 1997.

APEC: Asociación para el empleo de empleados de alto nivel. Además de pagos, la contribución al APEC, empleador y empleado están obligados conjuntamente a una contribución lineal que fue de 16,14 € en 2000, y 16,42 € en 2001.

2.1. Accidentes de trabajo

El empleador paga todas las contribuciones relativas a accidentes de trabajo y enfermedad. Desde el 1 de enero de 1991, dichas contribuciones se vienen calculando basándose en el salario pagado. Una contribución lineal es aplicable a ciertas profesiones. El porcentaje se sitúa alrededor del 1% y 2% de la masa salarial.

2.2. Contribución a los gastos de transporte de los trabajadores

Algunas ciudades y grandes aglomeraciones requieren que las empresas con más de nueve empleados contribuyan a los gastos en transporte público de sus trabajadores. Este pago se calcula sobre la base del sueldo total. A excepción de la región de París, esta contribución no puede exceder el 1,75% en grandes ciudades que hayan realizado grandes obras de infraestructura. En otros lugares varía entre el 0,55% y el 1%, dependiendo del tamaño de la población local.

2.3. Sobretasa de la seguridad social (CSG)

Esta sobretasa es pagada por los empleados y similares. Es retenida por el empresario y pagada a la oficina de recaudación URSSAF.

Pagan la sobretasa CSG todos los empleados domiciliados en Francia para el cálculo del impuesto sobre la renta (independientemente de su situación en la Seguridad Social).

2.3.1. Base

La base para la sobretasa CSG es la misma que para la tasa CRDS en términos de ingresos del trabajo. Se aplica a las compensaciones pagadas desde el 1 de febrero de 1996.

2.3.2. Ingresos exentos

Están exentos: compensaciones pagadas a aprendices, pagos en especie, no en efectivo, gastos de transportes pagados en la región de París, dietas de comida, gastos de gestión pagados por el empresario a los planes de ahorro empresariales.

2.4. Amortización de la deuda de la seguridad social (CRDS)

El impuesto CRDS es pagado por los empleados y se aplica a las compensaciones pagadas desde el 1 de febrero de 1996. Es retenido por el empresario y pagado a las oficinas de recaudación de la Seguridad Social. No es deducible de los ingresos fiscales y por tanto debe ser reintegrado en el salario imponible de los trabajadores.

2.4.1. Base

Todos los ingresos relacionados con el trabajo y sujetos a las contribuciones a la Seguridad Social y a la sobretasa CSG están también sujetos a la tasa CRDS, así como los siguientes, que están sujetos al CSG desde el 1 de enero de 1997:

- Las aportaciones de los empresarios a fondos suplementarios de pensiones y de previsión.
- La proporción de los pagos o indemnizaciones por ruptura del contrato de trabajo (para compensar las pérdidas provocadas por esta ruptura) en la cantidad que supere los acuerdos colectivos del sector.
- Las indemnizaciones pagadas por modificación de un contrato laboral.
- Las prestaciones adicionales pagadas durante la excedencia para el cuidado de niños o períodos de jornada parcial.
- Las prestaciones diarias de la Seguridad Social pagadas en caso de enfermedad, maternidad y enfermedad o accidente laboral.

Una diferencia notable entre la base del CSG y la base empleada para calcular las contribuciones a la Seguridad Social es que aquel incluye los pagos por distribución de beneficios y planes de incentivos.

2.4.2. Prestaciones

Como en el caso de la sobretasa CSG, la cantidad bruta pagada por el empresario en virtud de los términos del contrato laboral está sujeta a la tasa CRDS después de la deducción del 5% por gastos relacionados con el trabajo. Las prestaciones especiales por gastos relacionados con el trabajo no son aplicables.

2.5. Seguro de desempleo

En 1999, 2000 y 2001, el salario mensual máximo sujeto a contribuciones al seguro de desempleo era:

- 1999: 8.824 € (57.880 FR)
- 2000: 8.964 € (58.800 FR)
- 2001: 9.116 € (59.800 FR)

Tramos

	Parte del salario		
	1999	2000	2001
Tramo A	≤ 14.470 FR (2.206 €)	≤ 14.700 FR (2.241 €)	≤ 14.950 FR (2.279 €)
Tramo B	Desde 14.470 FR (2.206 €) hasta 57.880 FR (8.824 €)	Desde 14.700 FR (2.241 €) hasta 58.800 FR (8.964 €)	Desde 14.950 FR (2.279 €) hasta 59.800 FR (9.116 €)
Tramo C	Desde 57.880 FR (8.824 €) hasta 115.760 FR	Desde 58.000 FR (8.964 €) hasta 117.600 FR (17.928 €)	Desde 59.800 FR (9.116 €) hasta 119.600 FR (18.223 €)

2.6. Mecanismo de garantía del salario (AGS)

Cotización: pagado exclusivamente por los empresarios y situado en un 0,20% de los salarios, hasta cuatro veces del techo de la Seguridad Social (por mes):

- 1999: 8.824 € (57.880 FR).
- 2000: 8.964 € (58.800 FR).
- 2001: 9.116 € (59.800 FR).

El mecanismo de garantía salarial, que se hace efectivo en caso de liquidación o reorganización judicial de la compañía, está limitado a:

- Trece veces el techo mensual empleado para calcular las contribuciones al plan de seguro de desempleo cuando las reclamaciones de los empleados procedan de normas legales o reglamentarias, o de los términos de un convenio colectivo que especifiquen la cantidad, y que esté incluido en un contrato de trabajo firmado más de seis meses antes del anuncio de la decisión de reorganización o liquidación.
- Cuatro veces el techo empleado para calcular las contribuciones al plan de seguro de desempleo en los otros casos.

2.7. Planes complementarios de jubilación

2.7.1. Plan para empleados de alto nivel (Cadres)

En 1999, 2000 y 2001, la base máxima por mes por la que se debe cotizar ha sido la siguiente:

- 1999: 17.648 € (115.760 FR)
- 2000: 17.928 € (117.600 FR)
- 2001: 18.233 € (119.600 FR)

Las cotizaciones están calculadas de acuerdo con la remuneración bruta, hasta los siguientes límites:

Tramo	Límites mensuales			Base mensual máxima		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Tramo A ARRCO	Hasta 14.470 (2.206 €)	Hasta 14.700 (2.241 €)	Hasta 14.950 (2.279 €)	14.470 (2.206 €)	14.700 (2.241 €)	14.950 (2.279 €)
Tramo B AGIRC	Desde 14.470 (2.206 €) hasta 57.880 (8.824 €)	Desde 14.700 (2.241 €) hasta 58.800 (8.964 €)	Desde 14.950 (2.279 €) hasta 59.800 (9.116 €)	43.410 (6.618 €)	44.100 (6.723 €)	44.850 (6.837 €)
Tramo C AGIRC	Desde 57.880 (8.824 €) hasta 115.760 (17.648 €)	Desde 58.800 (8.964 €) hasta 117.600 (17.928 €)	Desde 59.800 (9.116 €) hasta 119.600 (18.233 €)	57.880 (8.824 €)	58.800 (8.964 €)	59.800 (9.116 €)

2.7.1.1. TASAS DE LAS COTIZACIONES

Las cotizaciones del tramo A van a ARRCO, con el reparto entre trabajador y empresario en una proporción de 60/40.

Las cotizaciones del tramo B van a AGIRC. Los porcentajes para los tramos B y C son del 12,50% para el empresario y del 7,5% para el trabajador.

2.7.1.2. MECANISMO DE PUNTOS MÍNIMOS

Los partícipes en el plan de jubilación para los empleados de alto nivel acumulan puntos durante su vida laboral.

El mecanismo de puntos mínimos se introdujo el 1 de enero de 1989. Conciernen a todos los miembros de los planes de jubilación para empleados de alto nivel, incluso aunque sus sueldos estén por debajo o justo en el límite del techo de la Seguridad Social.

2.7.2. ARRCO: plan de cotizaciones completas para empleados generales

En 1999, 2000 y 2001, la cantidad máxima de salario mensual por la que se debían pagar cotizaciones fue la siguiente:

- 1999: 6.618 € (43.410 FRF).
- 2000: 6.723 € (44.100 FRF).
- 2001: 6.837 € (44.850 FRF).

Las cotizaciones están calculadas de acuerdo con el salario bruto, hasta los siguientes límites.

	Límites mensuales (en FRF)			Máxima base mensual (en FRF)		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Tramo 1	Hasta 14.470 (2.206 €)	Hasta 14.700 (2.241 €)	Hasta 14.950 (2.279 €)	14.470 (2.206 €)	14.700 (2.241 €)	14.950 (2.279 €)
Tramo 2	Desde 14.470 hasta 43.410	Desde 14.700 hasta 44.100	Desde 14.950 hasta 44.850	28.940 (4.412 €)	29.400 (4.482 €)	29.800 (4.543 €)

2.7.2.1. TASAS DE LAS COTIZACIONES

Para el tramo 1, el tipo mínimo efectivo de cotización es del 7,5% (generalmente, 4,5% para el empresario y 3% para el empleado). Para el tramo 2, el tipo alcanza el 12,50% (7,5% para el empresario y 5% para el trabajador).

3. NORMATIVA EN MATERIA DE COTIZACIONES SOCIALES EN ESPAÑA

3.1. Regímenes de cotización

Existen cinco tipos de regímenes de cotización:

1. General
2. Agrario
3. Trabajadores autónomos
4. Empleados del hogar
5. Trabajadores del mar

3.2. Contingencias

Los tipos de contingencias por los que es necesario cotizar son los siguientes:

1. Contingencias comunes.
2. Contingencias de accidentes de trabajo y enfermedades profesionales (IMS e IT).
3. Otras:
 - Desempleo
 - FOGASA (Fondo de Garantía Salarial)

Es un organismo autónomo adscrito al Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, cuyo objetivo es hacer efectivos los salarios pendientes de pago reconocidos como consecuencia de sentencia o resolución administrativa a favor de los trabajadores, así como las indemnizaciones a causa de insolvencia, suspensión de pagos, quiebra o concurso de acreedores de los empresarios.

- Formación profesional

A continuación se presenta un cuadro-resumen que desarrolla los conceptos que se han de incluir en la base de cotización, los límites máximos y mínimos de la misma y los tipos que se han de aplicar a la base obtenida para cada tipo de contingencia en el Régimen General.

3.3 Principales características de las contribuciones a la Seguridad Social en España

	CONTINGENCIAS COMUNES	CONTINGENCIAS POR ACCIDENTES DE TRABAJO Y ENFERMEDADES PROFESIONALES (IMS E IT)																								
BASE DE COTIZACIÓN	<p>Remuneración total que con carácter mensual tenga derecho a percibir el trabajador o por la que efectivamente perciba, de ser esta superior, por razón del trabajo que realice por cuenta ajena. No se computan en la base de cotización:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Dietas por gastos de viaje o locomoción. 2) Indemnizaciones por fallecimiento, despidos o similares. 3) Productos en especie. 4) Percepciones por matrimonio 5) Prestaciones de la Seguridad Social. 6) Horas extraordinarias. 	La misma que para contingencias comunes, a excepción de las horas extraordinarias, que para este tipo de contingencias forman parte de la base de cotización.																								
BASES MÁXIMAS Y MÍNIMAS DE COTIZACIÓN	<p>Se establecen para cada categoría profesional y en ningún caso superarán los siguientes límites por mes:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2001</th> <th>2000</th> <th>1999</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Máxima</td> <td>EUR 2.500 ESP 415.950</td> <td>EUR 2.450 ESP 407.790</td> <td>EUR 2.403 ESP 399.780</td> </tr> <tr> <td>Mínima</td> <td>EUR 505 ESP 84.150</td> <td>EUR 495 ESP 82.470</td> <td>EUR 485 ESP 80.820</td> </tr> </tbody> </table> <p>En caso de pluriempleo, el tope máximo y mínimo se distribuirá entre todas las empresas en proporción a la remuneración abonada al trabajador en cada una de ellas.</p>		2001	2000	1999	Máxima	EUR 2.500 ESP 415.950	EUR 2.450 ESP 407.790	EUR 2.403 ESP 399.780	Mínima	EUR 505 ESP 84.150	EUR 495 ESP 82.470	EUR 485 ESP 80.820	<p>Independientemente de la categoría profesional, no podrán exceder los siguientes topes por mes:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2001</th> <th>2000</th> <th>1999</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Máxima</td> <td>EUR 2.500 ESP 415.950</td> <td>EUR 2.450 ESP 407.790</td> <td>EUR 2.403 ESP 399.780</td> </tr> <tr> <td>Mínima</td> <td>EUR 505 ESP 84.150</td> <td>EUR 495 ESP 82.470</td> <td>EUR 485 ESP 80.820</td> </tr> </tbody> </table> <p>En caso de pluriempleo, el tope máximo y mínimo se distribuirá entre todas las empresas en proporción a la remuneración abonada al trabajador en cada una de ellas.</p>		2001	2000	1999	Máxima	EUR 2.500 ESP 415.950	EUR 2.450 ESP 407.790	EUR 2.403 ESP 399.780	Mínima	EUR 505 ESP 84.150	EUR 495 ESP 82.470	EUR 485 ESP 80.820
	2001	2000	1999																							
Máxima	EUR 2.500 ESP 415.950	EUR 2.450 ESP 407.790	EUR 2.403 ESP 399.780																							
Mínima	EUR 505 ESP 84.150	EUR 495 ESP 82.470	EUR 485 ESP 80.820																							
	2001	2000	1999																							
Máxima	EUR 2.500 ESP 415.950	EUR 2.450 ESP 407.790	EUR 2.403 ESP 399.780																							
Mínima	EUR 505 ESP 84.150	EUR 495 ESP 82.470	EUR 485 ESP 80.820																							
TIPOS DE COTIZACIÓN	<p>Se aplica el 28,3% sobre la base de cotización, del cual el 23,6% corresponde a la empresa y el 4,7% al trabajador. En contratos temporales de duración inferior a siete días, la cuota empresarial aumenta el 36% situándose en el 32,09%. La remuneración obtenida por horas extraordinarias queda sujeta a una cotización adicional no computable para determinar la base reguladora de las prestaciones.</p> <p>Tipos de cotización:</p> <ol style="list-style-type: none"> a) Motivadas por fuerza mayor: 14%, del cual el 12% corresponde a la empresa y el 2% al trabajador. b) Resto de horas extraordinarias: 28,3%, del cual el 23,6% corresponde a la empresa y el 4,7% al trabajador. 	<p>Se establecen en función de la peligrosidad del trabajo desempeñado. Existe una lista exhaustiva para cada tipo de trabajo (RD 2930/79, de 29 de diciembre). Este tipo de contingencia es a cargo de la empresa exclusivamente.</p>																								

	DESEMPLEO	FOGASA	FORMACIÓN PROFESIONAL																					
BASE DE COTIZACIÓN	La misma que para contingencias comunes, a excepción de las horas extraordinarias, que para este tipo de contingencias forman parte de la base de cotización.																							
BASES MÁXIMAS Y MÍNIMAS DE COTIZACIÓN	Independiente de la categoría profesional, no podrán exceder los límites (en pesetas) por mes:																							
		<u>2001</u>	<u>2000</u>																					
	Máxima	EUR 2.500 ESP 415.950	EUR 2.450 ESP 407.790																					
		EUR 2.403 ESP 399.780	<u>1999</u>																					
	Mínima	EUR 505 ESP 84.150	EUR 495 ESP 82.470																					
		EUR 485 ESP 80.820																						
	En caso de pluriempleo, el tope máximo y mínimo se distribuirá entre todas las empresas en proporción a la remuneración abonada al trabajador en cada una de ellas.																							
TIPOS DE COTIZACIÓN	<p>a) Contratación indefinida y contrato formativo en prácticas, de relevo e interinidad, excepto para trabajadores minusválidos, ya sea a tiempo completo o parcial.</p> <table style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th></th> <th><u>2001</u></th> <th><u>2000</u></th> <th><u>1999</u></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>A cargo empresa</td> <td style="text-align: center;">6%</td> <td style="text-align: center;">6%</td> <td style="text-align: center;">6,2%</td> </tr> <tr> <td>A cargo trabajador</td> <td style="text-align: center;">1,55%</td> <td style="text-align: center;">1,55%</td> <td style="text-align: center;">1,6%</td> </tr> </tbody> </table> <p>b) Contratación de la duración determinada</p> <table style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th></th> <th><u>T. Completo</u></th> <th><u>T. Parcial</u></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>A cargo de la empresa</td> <td style="text-align: center;">6,7%</td> <td style="text-align: center;">7,7%</td> </tr> <tr> <td>A cargo del trabajador</td> <td style="text-align: center;">1,6%</td> <td style="text-align: center;">1,6%</td> </tr> </tbody> </table> <p>Los tipos para duración determinada no han variado los últimos tres años.</p>		<u>2001</u>	<u>2000</u>	<u>1999</u>	A cargo empresa	6%	6%	6,2%	A cargo trabajador	1,55%	1,55%	1,6%		<u>T. Completo</u>	<u>T. Parcial</u>	A cargo de la empresa	6,7%	7,7%	A cargo del trabajador	1,6%	1,6%	El tipo de cotización es el 0,4%, exclusivamente a cargo de la empresa.	El tipo de cotización es el 0,7%, del cual el 0,6% es a cargo de la empresa y el 0,1% a favor de los trabajadores.
	<u>2001</u>	<u>2000</u>	<u>1999</u>																					
A cargo empresa	6%	6%	6,2%																					
A cargo trabajador	1,55%	1,55%	1,6%																					
	<u>T. Completo</u>	<u>T. Parcial</u>																						
A cargo de la empresa	6,7%	7,7%																						
A cargo del trabajador	1,6%	1,6%																						

ANEXO VIII

IMPUESTOS QUE RECAEN EN LAS EMPRESAS
EN FRANCIA Y ESPAÑA (*)

(*) Este anexo, traducción al español de la versión inglesa editada en octubre de 2002, se redactó con la información disponible y la regulación existente hasta diciembre de 2001.

I. INTRODUCCIÓN

La actividad empresarial y los beneficios que genera están gravados por el Estado y las administraciones locales. De este modo, ya sea gravando a la empresa directamente (impuestos directos) o indirectamente (actuaciones de las empresas en los distintos eslabones de la cadena de producción o en los siguientes procesos necesarios para que opere), una amplia gama de impuestos rodea la vida de la empresa.

Este anexo, brevemente, da una imagen del conjunto de los impuestos en vigor que gravan a las empresas españolas y francesas, y las características principales de cada impuesto, subrayando sus aspectos más significativos. Están presentadas en cuadros que permiten, al mismo tiempo, una visión general de los aspectos que caracterizan el impuesto y una comparación de impuestos en términos de las características analizadas.

2. IMPUESTOS QUE GRAVAN EMPRESAS EN FRANCIA

Impuesto	Tipo	Personas o entidades sujetas	Base imponible	Tipo impositivo	Deducciones y exenciones principales
1. Impuesto de sociedades (Impôt sur les sociétés).	Impuesto directo estatal sobre los beneficios de las empresas.	El artículo 206 del código impositivo francés identifica 11 categorías sujetas al impuesto de sociedades. Principalmente, contempla empresas cuyo estatus legal requiere que paguen el impuesto: empresas con capital en acciones, como sociedades anónimas, sociedades comanditarias por acciones, así como sociedades de responsabilidad limitada que no hayan optado por el régimen de las sociedades personales. También están sujetas algunas empresas corporativas. Otras categorías incluyen sociedades civiles que ejercen actividades comerciales y bancos que disfrutaban de un estatus especial, como Crédit Agricole y Crédit Mutuel. Además, ciertas entidades legales que normalmente están exentas (asociaciones e instituciones públicas) están sujetas respecto a los ingresos por actividades inmobiliarias y a parte de sus ingresos por inversiones.	Ingresos de las empresas francesas o empresas extranjeras que operan en Francia.	En el 2000, la tasa del impuesto de sociedades era del 33,3%, más una contribución adicional del 10% votada en 1994. Las empresas cuya cuenta del impuesto de sociedades supera los 5 millones de FRF (0,76 millones de euros) tienen que pagar un 1,1% de contribución social sobre sus beneficios, al fondo creado para financiar la reforma de las cotizaciones de la Seguridad Social de los empleados. El tipo impositivo para estas empresas es, por tanto, del 37,76% (era 33,3% en 1995, 36,6% en 1996 y 41,67% en 1998). Un tipo reducido del 19% se aplica a parte de los beneficios de las empresas con cifra de negocios menor o igual a FRF 50 millones de francos (7,62 millones de euros). Un tipo del 26% se aplica a los ingresos por actividades inmobiliarias de las organizaciones sin ánimo de lucro. Las ganancias de capital generadas en el largo plazo se deducen de los beneficios netos y se gravan por separado a un tipo reducido del 19%. Teniendo en cuenta varias contribuciones adicionales, el tipo impositivo para las ganancias de capital generadas en el largo plazo resulta ser finalmente del 23,75% en 1998.	Las autoridades estatales, locales y las administraciones públicas no pagan impuesto de sociedades. Los dividendos recibidos de las empresas matrices por las subsidiarias no están sujetos. Ciertos gastos de investigación y formación, así como la creación de empleo, disfrutaban de beneficios fiscales. Se informa a la Comisión Europea de dichos beneficios. Son concedidas exenciones temporales bajo ciertas condiciones a las empresas de nueva creación y empresas que se instalan en zonas industriales en declive, donde el desarrollo empresarial debe ser promocionado a través de incentivos fiscales. Los beneficios obtenidos por empresas que absorben negocios en declive están temporalmente exentos. El 10% de contribución adicional introducido en 1995 se retirará en tres años. Se ha recortado al 6% para los períodos impositivos que terminan en o después del 1 de enero de 2001 y al 3% para los períodos impositivos que terminan en 2002.
2. Impuesto sobre el beneficio de las PYMES (Imposition des PME à l'impôt sur le revenu).	Impuesto directo estatal sobre los beneficios. Desde 1999, ha habido tres regímenes impositivos para los	Casi todas las PYMES tienen que pagar el BIC (<i>bénéfices industriels et commerciaux</i>). Según el artículo 34 del código de impuestos, este impuesto se aplica a la renta recibida por personas físicas por el ejercicio	Beneficios industriales o comerciales (BIC). El impuesto sobre beneficios grava no solo los ingresos generados por una actividad asalariada o de la gestión del patrimonio, sino también los	Igual que el impuesto de beneficios. El ingreso gravable neto de una familia fiscal se divide en un número dado de cuotas asignadas de acuerdo a la situación y las personas dependientes del contribuyente de la familia (Art. 139 del código de impuestos en la	La reducción fiscal del coeficiente familiar está limitada a una cantidad máxima por cada cuota.

Impuesto	Tipo	Personas o entidades sujetas	Base imponible	Tipo impositivo	Deducciones y exenciones principales
	beneficios de la industria y el comercio (<i>bénéfices industriels et commerciaux</i> , BIC).	de una profesión industrial o artesanal.	beneficios de las sociedades personales y ciertas actividades profesionales. Están cubiertos tres tipos principales de ingresos; BIC, beneficios agrícolas y beneficios no comerciales (<i>bénéfices non-commerciaux</i> , BNC). Las reglas para calcular la base imponible son las mismas que las empleadas para el impuesto de sociedades. No obstante, el principio de territorialidad del impuesto de sociedades no afecta a los beneficios de las empresas sujetas al impuesto sobre beneficios	aplicación del coeficiente familiar). El esquema progresivo de impuesto sobre beneficios va del 0% al 54% de los ingresos gravables por cada cuota así obtenida.	
3. Impuesto mínimo anual (<i>Imposition forfaitaire annuelle</i>, IFA).		Todas las empresas sujetas al impuesto de sociedades que declaren una cifra neta de negocios de más FRF 500.000 (76.224,61 €).	Cifra de negocios.	Varía desde FRF 5.000 (762,25 €) hasta FRF 200.000 (30.489,80 €), dependiendo de la cifra de negocios.	El IFA se deduce de la cantidad que ha de pagar la empresa por impuesto de sociedades.

Impuesto	Tipo	Personas o entidades sujetas	Base imponible	Tipo impositivo	Deducciones y exenciones principales
4. Impuesto sobre salarios (<i>Taxe sur les salaires</i>).	Basada en los salarios.	El impuesto sobre los salarios lo pagan todos los empresarios residentes en Francia y sus territorios de ultramar, que no están sujetos al IVA por al menos un 90% de su facturación del año anterior.	Salario bruto total más extras.	Esquema progresivo anual por tramos: - 4,25% en los primeros FRF 41.230 (6.285,47 €) de los salarios individuales. - 8,50% de la parte comprendida entre FRF 41.230 (6.285,47 €) y FRF 82.390 (12.560,27 €); - 13,6% por la parte superior a FRF 82.390 (12.560,27 €).	El impuesto sobre salarios se puede descontar de la base del impuesto sobre beneficios o del impuesto de sociedades. Se reduce la base imponible para los empresarios que están parcialmente sujetos al IVA. Los empresarios están exentos si la cantidad debida es inferior a FRF 4.500 (686,02 €); Tienen derecho a bonificación si la cantidad se encuentra entre FRF 4.500 (686,02 €) y FRF 9.000 (1.372,04 €). Los otros impuestos que gravan los salarios brutos básicos son: - Impuesto para aprendizaje. - Cotizaciones anuales de los empresarios para formación profesional. - Contribuciones de los empresarios para construcciones de viviendas.
5. Impuesto de aprendizaje (<i>Taxe d'apprentissage</i>).	Cotización de los empresarios para financiar programas de formación profesional.	- Personas físicas, empresas sujetas al régimen impositivo de las sociedades personales, y grupos de intereses económicos dedicados a actividades comerciales, industriales, artesanales o similares. - Empresas y otras entidades legales sujetas al impuesto de sociedades. - Empresas cooperativas inmersas en la producción, proceso, almacenamiento y venta de productos agrícolas.	La base empleada para calcular el impuesto para el aprendizaje es la misma empleada para calcular las cotizaciones a la Seguridad Social.	0,5%.	El impuesto para aprendizaje es deducible de la base del impuesto sobre beneficios o del impuesto de sociedades. Están exentos: - Empresas pequeñas que contratan uno o más aprendices con contratos legales de aprendizaje. - Pagos realizados para aprendizajes, aunque, para poder ser deducibles, el empresario se ve obligado a pagar el 40% (50% en territorios de ultramar) del impuesto, así como los gastos dedicados a programas de formación tecnológica o profesional para aprendices.

Impuesto	Tipo	Personas o entidades sujetas	Base imponible	Tipo impositivo	Deducciones y exenciones principales
6. IVA.	Impuesto indirecto. El IVA es un impuesto general sobre el consumo que grava las entregas de bienes y servicios en Francia. Las importaciones y operaciones semejantes, así como las adquisiciones intracomunitarias, se gravan de acuerdo con las normas establecidas por la normativa interna general de derecho.	El IVA grava la entrega de bienes y prestación de servicios: - Que surgen de actividades económicas. - Efectuados a título oneroso. - Por personas sujetas, esto es, personas independientes realizando actividades sujetas que se encuentran incluidas en el ámbito del IVA.	Todo el dinero, bienes o servicios recibidos o que va a recibir el vendedor o quien presta el servicio al comprador, cliente o tercera persona como contrapartida de la entrega de bienes o prestación de servicio, incluyendo subsidios directamente ligados a los precios de dichas transacciones.	El tipo estándar del IVA ha sido del 19,6% desde abril de 2000. Se aplica un tipo reducido del 5,5% a productos alimenticios y transporte, <i>inter alia</i> . Un tipo superreducido del 2,1% se aplica a medicinas cuyo coste está reembolsado por la seguridad social, así como a periódicos y revistas. En los territorios franceses de ultramar se aplica un tipo reducido especial.	El IVA se calcula en dos etapas: la persona sujeta al IVA debe primero calcular el IVA pagable en sus ingresos (conocido como IVA bruto o repercutido) y a continuación se deduce del IVA soportado por él (sistema de deducción). La diferencia es la cantidad que se debe por IVA, a no ser que esta diferencia sea negativa, en cuyo caso se tiene un crédito por IVA.
7. Impuestos indirectos y regulaciones asociadas (impuestos sobre el comercio exterior).	Impuesto sobre gastos. Está gravado por la Dirección General de Aduanas e Impuestos sobre el Comercio Exterior cuando el producto es puesto en disposición de ser consumido.		Los impuestos sobre el comercio exterior son impuestos indirectos que gravan la circulación o venta de ciertos productos, especialmente tabaco, alcohol y petróleo o derivados, sujetos al impuesto nacional sobre productos petrolíferos (<i>taxe intérieure sur les produits pétroliers</i> , TIPP). El TIPP es un impuesto indirecto específico para un conjunto de productos derivados del petróleo. Se valora en función de las características físicas del producto y se calcula de acuerdo con unas tarifas impuestas por la ley de aduanas.	La Directiva del 25 de febrero de 1992 y las cuatro directivas de 19 de octubre de 1992 armonizan las normas para petróleos minerales, bebidas alcohólicas y tabaco, y fijan unos tipos impositivos mínimos.	

Impuesto	Tipo	Personas o entidades sujetas	Base imponible	Tipo impositivo	Deducciones y exenciones principales
8. Tasas de registro (<i>Droits d'enregistrement</i>). El registro es un proceso formal mediante el cual un funcionario examina un documento y recauda las tasas requeridas por ley.	Impuesto sobre activos. Normalmente recaudados por el Estado. Aunque los impuestos por la venta de edificios son recaudados por las administraciones locales (<i>communes, départements y régions</i>).	La base sobre la que se grava es el precio de mercado (<i>valeur vénale</i>) de los bienes el día de su registro o traspaso, esto es, el precio al que se podría comprar o vender en el mercado ese producto.	Las empresas pagan diferentes cantidades dependiendo de si son: - Una empresa nueva. - Una empresa en funcionamiento. - Una empresa en liquidación.		
9. Impuesto general sobre actividades contaminantes (<i>Taxe générale sur les activités polluantes</i>).	Introducido en el presupuesto de 1999. Es el primer componente del sistema impositivo ecológico francés.	Se puede pagar desde el 1 de enero por una persona física o jurídica que esté realizando la actividad en esta fecha.	El impuesto se basa en la utilización de determinadas instalaciones (ver Ley 76-663, de 19 de julio de 1976). En el 2000 la base se amplió a actividades que contaminan el agua. También se amplió al sector energético, llegando a ser una pieza clave en la estrategia de Francia para combatir el efecto invernadero.	El departamento encargado de la inspección de las instalaciones es el que establece la base del impuesto, basándose en la cantidad y tipo de desecho o polución.	

IMPUESTOS LOCALES DIRECTOS

Los cuatro impuestos principales, llamados a veces las *quatre vieilles* (las cuatro ancianas), son los descendientes de cuatro impuestos estatales creados durante la Revolución Francesa: los impuestos sobre las actividades comerciales (*patente sur les activités commerciales*), precursor de la tasa por la licencia de negocios (*taxe professionnelle*); el impuesto residencial sobre los bienes muebles (*contribution mobilière sur les habitations*), que se ha transformado en el impuesto de residencia (*taxe d'habitation*); y los impuestos que gravan construcciones y terrenos agrícolas (*contributions foncières sur les bâtiments et terrains agricoles*), que se ha transformado en el impuesto sobre las propiedades construidas y sin construir (*taxes foncières sur les propriétés bâties et non bâties*). La reforma fiscal de 1914-1917 dio a las autoridades locales poderes sobre estos impuestos, que deben su estado actual a la ordenación orgánica del 7 de enero de 1959. No es hasta después de la Ley de 29 de julio de 1975 cuando el impuesto sobre la licencia de negocios reemplaza a la patente.

La Ley de 10 de enero de 1980 autorizó a los ayuntamientos (*communes*) a fijar los tipos libremente. Cada escalón de la administración local (*région, département y commune*) decide sobre el tipo de cada uno de estos impuestos, aunque no están autorizados a superar un umbral impuesto por el Estado. El Estado conserva una lista de los contribuyentes y se encarga de su recaudación. Compensa las ayudas fiscales garantizadas por la ley a ciertos contribuyentes, y asume las deudas de los contribuyentes que no han pagado.

Impuesto	Tipo	Personas o entidades sujetas	Base imponible	Tipo impositivo	Deducciones y exenciones principales
1. Tasa por la licencia de negocios (<i>Taxe professionnelle</i>).		La tasa por licencia de negocios es un impuesto general sobre las actividades económicas. Es pagado cada año por personas físicas y jurídicas que realizan habitualmente actividades de negocios, no asalariadas, que no están exentas del impuesto.	Hasta 1988, la base de la tasa de licencia por negocios estaba formada por dos partes: - 18% de todos los salarios pagados el año anterior. - La rentabilidad de los activos fijos usados por el contribuyente en el transcurso de la actividad (se deduce un 16% de forma general). El presupuesto de 1999 introdujo una mayor reforma, que hará disminuir el peso del componente salarial en la base entre 1999 y 2002.		Desde 1995, se aplica un tope máximo, basado en el valor añadido de la empresa, en el pago de la tasa por licencia de negocios.
2. Impuesto sobre las propiedades construidas (<i>Taxe foncière sur les propriétés bâties</i>).		Este impuesto se grava anualmente sobre las propiedades inmobiliarias.	El impuesto es pagado por el propietario de la propiedad a 1 de enero. Se basa en el valor alquilable catastral del inmueble reflejado en el registro de la propiedad (<i>valeur locative cadastrale</i>). La base impositiva está formada por el valor alquilable catastral, que es el 50% del valor catastral. Se gravan todas las construcciones reales que estén sujetas al terreno.	Tipos establecidos por las autoridades locales, que cobran el impuesto.	Las propiedades estatales y de los gobiernos locales están exentas. Hay una exención opcional de dos años para empresas de nueva creación situadas en zonas en desarrollo. Hay una exención de cinco años para edificios de oficinas situados en áreas urbanas de libre tránsito.

Impuesto	Tipo	Personas o entidades sujetas	Base imponible	Tipo impositivo	Deducciones y exenciones principales
3. Impuesto sobre las propiedades sin construir (<i>Taxe foncière sur les propriétés non bâties</i>).		Este impuesto grava anualmente solares y terrenos sin construir, de cualquier naturaleza, en Francia (a excepción de aquellos que se estén beneficiando de exenciones permanentes, como los terrenos públicos, o temporales). Este impuesto es pagado por el propietario a 1 de enero.	El valor del terreno registrado, que se usa como base imponible, se fija en el 80% del valor catastral oficial actualizado.	Tipos establecidos por las autoridades locales, que cobran el impuesto.	Las exenciones se conceden los primeros años de explotación de los terrenos donde se realicen actividades con poco beneficio (por ejemplo, plantaciones de nogales). A algunos granjeros jóvenes se les conceden reducciones del 50%.
4. Impuesto de residencia (<i>Taxe d'habitation</i>).	Impuesto sobre: - Locales utilizados para residencia. - Locales amueblados ocupados por empresas privadas, asociaciones o entes no gravados por el impuesto de actividades empresariales. - Locales amueblados no industriales o no comerciales ocupados por autoridades públicas.	Este impuesto es pagado por personas físicas o jurídicas que tengan en propiedad, alquilen o usen un inmueble sujeto al impuesto, en calidad de propietario, inquilino u otro título (por ejemplo, ocupación gratuita).	La base utilizada es el valor catastral de la propiedad (en un principio, la misma que se usa en el impuesto sobre las propiedades construidas y sin construir).	Tipos establecidos por autoridades locales.	Afecta a pocas empresas, porque suelen estar sujetas a la tasa de licencia por negocios y, por tanto, están exentas de este impuesto.

3. IMPUESTOS QUE RECAEN SOBRE LAS EMPRESAS EN ESPAÑA

La actividad empresarial y los excedentes generados en el curso de la misma son gravados por la Hacienda estatal y local. De este modo, ya sea gravando a la empresa directamente como tal (impuestos directos), o bien de modo indirecto a partir de las actuaciones que la empresa realiza a lo largo de su cadena de producción o en la realización de ciertos actos necesarios para su funcionamiento, se configura todo un panorama impositivo que rodea la vida empresarial.

Este documento refleja, de un modo breve y sintético, el conjunto de impuestos que actualmente recaen sobre la empresa, y las principales características de cada uno de ellos, resaltando aquellos aspectos más significativos de los mismos.

En un primer punto se enumeran de modo esquemático todos los impuestos que gravan a las empresas, separándolos, primeramente, en impuestos directos e indirectos, y, dentro de ellos, clasificando aquellos que son de ámbito estatal y los que tienen carácter regional. Finalmente, se hace una breve reseña de la existencia de tratamientos especiales que reciben algunos territorios y que, fundamentalmente, consisten en la aplicación de tipos más ventajosos o bonificaciones y deducciones adicionales sobre las existentes en el resto del territorio nacional.

El siguiente apartado del documento está dedicado a analizar las características más destacadas de los principales impuestos que recaen sobre la empresa. Se presenta en un cuadro que permite tanto una rápida visión de los aspectos que caracterizan al impuesto como una fácil comparación entre impuestos, de las características analizadas.

IMPUESTOS EN ESPAÑA (ESQUEMA)

• DIRECTOS

1. Estatales/ Comunidades Autónomas (1)

- Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
- Impuesto sobre el Patrimonio.
- *Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.*
- Impuesto sobre la Renta de Sociedades.

2. Locales

- Impuesto sobre Bienes Inmuebles.
- Impuesto sobre Actividades Económicas.
- Impuesto sobre Vehículos de Tracción Mecánica.

• INDIRECTOS

1. Estatales

- Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.
- Impuesto sobre el Valor Añadido.
- *Impuestos Especiales:*
 - Sobre el alcohol y las bebidas alcohólicas.
 - Sobre los hidrocarburos.
 - Sobre la labores del tabaco.
 - Impuesto especial sobre la electricidad.
 - Sobre determinados medios de transporte.
 - Sobre las primas de seguros.
- Impuestos Aduaneros.

2. Locales

- Impuesto sobre construcciones, instalaciones y obras.
- Impuesto sobre incremento de valor de terrenos urbanos.

3. Regímenes fiscales territoriales

- País Vasco.
- Navarra.
- Ceuta y Melilla.
- Canarias.

(1) Se incluyen las CCAA por la transferencia que reciben del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

3.1. Características más destacadas de los principales impuestos que recaen sobre la empresa en España

Impuesto	Naturaleza	Hecho imponible	Base imponible	Tipos de gravamen	Principales deducciones, bonificaciones y exenciones
Impuesto sobre Sociedades (Ley 43/1995 y RD 537/1997).	Es un impuesto directo, personal, sintético y proporcional sobre la renta obtenida por las personas jurídicas y otros entes sin personalidad jurídica a las que la Ley atribuye la calificación de sujetos pasivos residentes en España. Carácter complementario del IRPF.	Lo constituye la obtención de renta por el sujeto pasivo en el período impositivo, con independencia del lugar donde se hubiera producido (ámbito mundial), y cualquiera que fuera la fuente u origen de la misma, siempre que constituya el resultado de una actividad empresarial.	Es el importe de la renta obtenida en el período de imposición, minorada por la compensación de bases imponibles negativas de ejercicios concluidos en los diez años anteriores. Se determina a partir del resultado contable, corregido mediante la aplicación de los preceptos recogidos en la Ley a través de ajustes extracontables cuando se produzcan diferencias entre los criterios contables y fiscales.	El tipo general es del 35%, aunque existen tipos especiales, entre los que destacan: <ul style="list-style-type: none"> • PYME (a partir de 1997) y por la parte de la base imponible entre 0 y 15 millones de pesetas..... 30%. • Uniones, federaciones y confederaciones de cooperativas 25%. • Sociedades cooperativas fiscalmente protegidas 20%. • Entidades dedicadas a la investigación y explotación de hidrocarburos 40%. 	Deducciones para evitar la doble imposición de dividendos, y la doble imposición internacional. <ul style="list-style-type: none"> • Deducciones para incentivar la realización de ciertas actividades (exportación, investigación, innovación tecnológica...). • Bonificaciones relacionadas con la obtención de beneficios en ciertas zonas o por ciertas actividades.
Impuesto sobre Bienes Inmuebles (Ley 39/1988 y Ley 29/1994)	Es un tributo directo, real, objetivo y periódico, que grava ciertos derechos sobre los bienes inmuebles situados en cada término municipal.	Es un impuesto claramente patrimonial. Grava la titularidad de un derecho de propiedad, de usufructo o de superficie de bienes inmuebles tanto de naturaleza rústica como urbana.	Está constituida por el valor catastral de los bienes inmuebles (no pudiendo exceder del valor de mercado).	Hay unos tipos mínimos que dependen de la naturaleza de los bienes: el 0,4% cuando se trate de bienes de naturaleza urbana y el 0,3% cuando sean rústicos. Estos tipos pueden ser incrementados o reducidos por los ayuntamientos.	Exenciones permanentes de carácter subjetivo (Cruz Roja), objetivas (vías terrestres, salvo autopistas de peaje) y mixtas. Bonificaciones, en función de la situación de los inmuebles en ciertas zonas (Ceuta y Melilla) y/o utilizados en ciertas actividades.

Impuesto	Naturaleza	Hecho imponible	Base imponible	Tipos de gravamen	Principales deducciones, bonificaciones y exenciones
Impuesto sobre Actividades Económicas (Ley 39/1988 y Ley 6/1991).	Es un tributo directo, real, objetivo y periódico, que grava el ejercicio en territorio nacional de actividades empresariales, profesionales o artísticas.	El aspecto material del hecho imponible del IAE está constituido por el mero ejercicio de actividades empresariales, profesionales o artísticas.	La determinación de la cuota se obtiene a partir de la aplicación de tarifas, por lo que no existe una base imponible como tal. La cuota tributaria se compone, por un lado, de cuotas municipales, y por otro, de cuotas provinciales y nacionales. Para calcular la cuota municipal se realiza un complejo proceso en el que primero se establece la cuota de licencia, según tarifas, y se le suma la cuota de radicación, en función del elemento superficie. El resultado se multiplica por el coeficiente de población y el índice de situación para obtener la cuota municipal. A esta se le pueden añadir, en su caso, recargos provinciales para obtener finalmente la cuota que se ha de pagar. Junto a la tributación por cuotas municipales se encuentra la tributación por cuotas provinciales y nacionales. El proceso es similar, debiendo distinguirse también en este caso entre la cuota de licencia y la de radicación.		Hay una serie de exenciones: - Subjetivas (a favor de entes públicos territoriales y sus organismos autónomos, entidades gestoras de la Seguridad Social, la Cruz Roja Española...). - Mixtas (para organismos públicos de investigación y de enseñanza, y asociaciones y fundaciones de disminuidos físicos, psíquicos y sensoriales).
Impuesto sobre Vehículos de Tracción Mecánica (Ley 39/1988).	Es un tributo directo, real, objetivo y periódico que grava la titularidad de los vehículos de tracción mecánica.	Viene definido por la titularidad de vehículos de tracción mecánica aptos para circular por las vías públicas.	Se calcula en función de distintos parámetros, como la potencia fiscal, el número de plazas o la carga útil del vehículo.	La Ley de Haciendas Locales fija unas tarifas mínimas para cada uno de los grupos (turismos; autobuses; camiones; tractores; remolques; y ciclomotores y motocicletas), que pueden ser incrementadas por los ayuntamientos.	Exenciones subjetivas (para vehículos de representaciones diplomáticas) objetivas (autobuses del servicio de transporte público en régimen de concesión) y mixtas (vehículos de AAPP adscritos a la defensa nacional, ambulancias de Cruz Roja). La cuota del impuesto se bonificará proporcionalmente en el caso de que el período impositivo sea inferior al año natural. Bonificaciones para favorecer el uso de motores y carburantes con menor incidencia en el medio ambiente. Bonificaciones para vehículos históricos.
Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales Onerosas (RDLg 1/1993 y RD 828/1995).	Se trata de un impuesto indirecto, real, objetivo e instantáneo.	Grava las transmisiones patrimoniales onerosas <i>inter vivos</i> .	La base imponible será el valor real de los bienes o derechos objeto de transmisión, o el valor real del derecho que se constituya o ceda.	Los tipos aplicables serán los siguientes: - En los impuestos de transmisiones de bienes inmuebles o constitución y cesión de derechos reales que recaigan sobre estos, el 6%. - En la transmisión de bienes inmuebles, así como en la constitución de derechos reales sobre los mismos, el 4%. - En la constitución de derechos reales de garantía, pensiones, fianzas y la cesión de créditos de cualquier naturaleza, el 1%.	Exenciones subjetivas para entes públicos y entidades con finalidad benéfica, cultural, docente o científica. También hay algunos casos de exenciones objetivas (ver art. 45 del RDLg 1/1993).

Impuesto	Naturaleza	Hecho imponible	Base imponible	Tipos de gravamen	Principales deducciones, bonificaciones y exenciones
Impuesto sobre Operaciones Societarias (RDLg 1/1993 y RD 828/1995).	Se trata de un impuesto indirecto, real, objetivo e instantáneo.	Se somete a gravamen la realización de ciertas operaciones societarias que tienen reflejo en el capital social (aumentos y disminuciones de capital, disoluciones...).	En los supuestos de constitución y aumento de capital, en el caso de sociedades que limitan la responsabilidad, la base imponible será el importe nominal en que quede fijado el capital. En el caso de las demás sociedades, la base imponible se fijará en el valor neto de la aportación. En las aportaciones de socios para reponer pérdidas, la base imponible será el valor neto de la aportación. En la escisión y fusión de sociedades se atenderá a la cifra de capital social del nuevo ente creado y al aumento de capital de la entidad absorbente. En la disminución de capital social y disolución, la base imponible será el valor de los bienes y derechos entregados a los socios.	La cuota es el resultado de aplicar a la base imponible el tipo general del 1%.	Exenciones subjetivas para entes públicos y entidades con finalidad benéfica, cultural, docente o científica. También hay algunos casos de exenciones objetivas (ver art. 45 del RDLg 1/1993).
Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados (RDLg 1/1993 y RD 828/1995).	Se trata de un impuesto indirecto, real, objetivo e instantáneo.	Sujeta a gravamen la documentación de ciertos actos: la documentación notarial con carácter general, la documentación administrativa de ciertos actos y la utilización de ciertos instrumentos documentales de carácter mercantil.	<u>Documentos notariales</u> La base imponible será el valor declarado, excepto en las actas de protesto, que será un tercio del valor. <u>Documentos mercantiles</u> Se distingue entre certificados de depósito, letras de cambio, documentos que realizan función de giro y resto de documentos. La cuantía de la base imponible será el importe nominal o la cantidad girada. <u>Documentos administrativos</u> Solo existe regla para las anotaciones preventivas, ya que en la rehabilitación y transmisión de títulos nobiliarios nos encontramos en el supuesto de una cuota fija. Constituirá la base imponible el valor del derecho que se garantiza, publica o constituye.	<u>Documentos notariales</u> Existe una cuantía fija (0,3 euros/ 50 pesetas por pliego o 0,15 euros/25 pesetas por folio), más un complemento variable que puede ser aprobado por las Comunidades Autónomas. <u>Documentos mercantiles</u> Se aplica una escala progresiva, bien en efectos timbrados o en timbres móviles. El resto de documentos tributa al 3‰ o fracción. <u>Documentos administrativos</u> En las anotaciones preventivas se aplica el 0,5%.	Exenciones subjetivas para entes públicos y entidades con finalidad benéfica, cultural, docente o científica. También hay algunos casos de exenciones objetivas (ver art. 45 del RDLg 1/1993).

Impuesto	Naturaleza	Hecho imponible	Base imponible	Tipos de gravamen	Principales deducciones, bonificaciones y exenciones
Impuesto sobre el Valor Añadido (Ley 37/1992 y RD 1624/1992).	El IVA es un tributo de naturaleza indirecta que recae sobre el consumo y grava las entregas de bienes y prestaciones de servicios efectuadas por empresarios y profesionales, así como las adquisiciones intracomunitarias y las importaciones de bienes.	Están sujetas al impuesto las entregas de bienes y prestaciones de servicios realizadas por empresarios o profesionales a título oneroso, con carácter habitual u ocasional, en el desarrollo de la actividad empresarial o profesional; las adquisiciones intracomunitarias y las importaciones de bienes. No están sujetos aquellos que solo realicen operaciones exentas.	Está constituida por el importe total de la contraprestación de las operaciones sujetas al impuesto (incluye intereses por pago aplazado, hasta la entrega del bien). Existen regímenes especiales (simplificado; de agricultura, ganadería y pesca; de bienes usados y objetos de arte; de agencias de viajes; de operaciones con oro de inversión; del recargo de equivalencia) que adecuan el impuesto a la actividad o situación particular observada.	Existen tres tipos de gravamen: General: Tiene carácter residual, pues se aplica a todas aquellas operaciones sujetas al IVA a las que no corresponda expresamente alguno de los tipos específicos contenidos en la legislación. Se fija en el 16%. Reducido: del 7%. Superreducido: es un tipo del 4% que grava el consumo de determinados bienes de carácter básico y de primera necesidad. En Canarias, el Impuesto General Indirecto Canario (IGIC), similar al IVA, pero con tipos menores (general: 4,5%, reducido: 2%, incrementado: 13%).	Exenciones plenas a exportaciones y entregas de bienes a otro país comunitario. Exenciones limitadas para ciertas actividades y casos (Sexta Directiva). El IVA soportado será deducible si se ha devengado en el interior del país y si los bienes o servicios adquiridos participan en operaciones sujetas y no exentas (caso particular: regla de prorata).
Impuestos especiales (Ley 38/1992 y RD 1165/1995).	Son tributos de naturaleza indirecta, reales, objetivos, de devengo instantáneo y monofásicos.	Se trata de un conjunto de impuestos, compuesto por: - Los impuestos especiales sobre el alcohol y las bebidas alcohólicas. - El impuesto sobre hidrocarburos. - El impuesto sobre las labores del tabaco. - El impuesto especial sobre la electricidad. - El impuesto especial sobre determinados medios de transporte. El hecho imponible está constituido por la fabricación e importación de los productos objeto de dichos impuestos dentro del ámbito territorial comunitario. Su objetivo es incidir en el consumo de determinados bienes.	La manera de aplicar el gravamen varía en función de cada impuesto concreto: - En el impuesto sobre la cerveza se grava esta bebida con tipos crecientes en función de su graduación y por hectolitros. - En el que recae sobre alcoholes y bebidas derivadas, la base imponible está constituida por la cantidad de alcohol puro contenida en cada producto, y se grava a un tipo específico por hectolitros de alcohol. - El impuesto sobre hidrocarburos se exige mediante tipos específicos girados sobre bases medidas en unidades de volumen o energía. - En el impuesto sobre las labores del tabaco se combinan los tipos específicos en función del número de unidades con tipos según el valor de los diferentes productos. - En el impuesto sobre la electricidad la base imponible es el resultado de multiplicar por 1,05113 el importe del suministro oneroso. El tipo impositivo es del 4,864%. - En el impuesto sobre determinados medios de transporte la base imponible está constituida, en el caso de vehículos nuevos, por el mismo del IVA, y en el de los vehículos usados, por el valor de mercado. Los tipos son del 7% o del 12%, según la categoría del vehículo.	Hay exenciones en los impuestos de fabricación para productos adquiridos en el marco de relaciones consulares o diplomáticas o por organismos de carácter internacional. Destacar en el caso del alcohol que hay exenciones para: - El régimen de cosechero. - Casos en que el alcohol no se destina a los usos gravados (desnaturalizados, sanitarios, etc.). En el impuesto sobre determinados medios de transporte hay previstas exenciones en función del uso del vehículo, que deben ser reconocidas por la Administración.	

BIBLIOGRAFÍA

CAPÍTULO I

- Banco de España [2001]: *Cuentas Financieras de la Economía Española, 1995-2000*.
- Banco de France [2001]: «The National Financial Accounts», website.
- Crépon, B. y Desplatz, R. [2001]: «Une nouvelle évaluation des effets des allégements de charges sociales sur les bas salaires», *Économie et Statistiques*, n.º 348.
- DG ECFIN Commission of the European Communities: *Annual Macroeconomic Data Base*.
- IMF [2001]: *International Financial Statistics*.
- OECD [2001]: *Economic Outlook*.
- OECD [2001]: *National Accounts of OECD Countries*.
- OECD: *Analytical Data Base*.
- OECD: *Annual National Accounts*.
- OECD [2001]: *Education at a Glance*.
- OECD [2001]: *Science, Technology and Industry Scoreboard*.

CAPÍTULO II

- Banco de España [2001]: Suplemento metodológico de la monografía de la Central de Balances *Resultados anuales de las empresas no financieras 2000*.
- Banco de Francia [2000]: *Méthode d'analyse financière de la Centrale de bilans de la Banque de France*.
- ICAC [1990]: *Plan General de Contabilidad Español. Normas de valoración*.
- INE [1999]: «Datos de empresas», tomo I de *El Directorio Central de Empresas [DIRCE]. Resultados Estadísticos 1998*.

CAPÍTULO III

- Banco de Francia: *La situation des entreprises industrielles*, estudio anual [período 1991-1999].
- Banco de Francia: *Les délais de paiement*, estudio anual [período 1991-1999].
- Banque de France-Deutsche Bundesbank [1999]: *Modes de financement des entreprises allemandes et françaises*.
- Desbrières P. y Poincelot E., [1999]: «Gestion de trésorerie», *Éditions Management Société*.
- ECCB [1999]: *Corporate finance in Europe from 1986 to 1996*.
- Kremp, E. y Sevestre, P. [2000]: «L'appartenance à un groupe facilite le financement des entreprises», *Économie et statistiques*, n.º 336.
- Richard, J., Becom Simons y asociados, Secafi Alpha y asociados [2000]: «Analyse financière et gestion des groupes», *Économica*.
- Sylvain, A. [2001]: «La durée d'utilisation des équipements: principaux résultats 1989-2000», *Bulletin de la Banque de France*, n.º 94, octubre.
- Vergeau, E. y Chabanas, N. [1997]: «Le nombre de groupes d'entreprises a explosé en 15 ans», *INSEE Première*, n.º 553, noviembre.

CAPÍTULO IV

- Alonso-Borrogo, C. [1994]: *Estimating dynamic investment models with financial constraints*, CEMFI, Working Paper n.º 9418.
- Arellano, M. y Bond, S. [1991]: «Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations», *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arellano, M. y Bover, O. [1995]: «Another Look at the Instrumental Variables Estimation of Error Component Models», *Journal of Econometrics*, 68, 29-52.
- Bernanke, B. y Gertler, M. [1989]: «Agency costs, net worth and business fluctuations», *American Economic Review*, 79, 901-922.
- Bernanke, B., Gertler, M. y Gilchrist, S. [1999]: «The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework», en J. B. Taylor (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1c, New York: Elsevier Science Ltd., 1341-1393.
- Blundell, R., Bond, S. y Meghir, C. [1996]: «Econometrics Models of Company Investment», en L. Matyas and P. Sevestre (eds.), *The Econometrics of Panel Data*, Kluwer Academics Publisher, Dordrecht, 685-710.
- Bond, S. y Meghir, C. [1994]: «Dynamic investment models and the firm's financial policy», *Review of Economic Studies*, 61[2], 197-222.
- Bond, S., Elston, J., Mairesse, J. y Mulkay, B. [1997]: *Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the U.K: a Comparison Using Company Panel Data*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n.º 5900.
- Bond, S., Harhoff, D. y Van Reenen, J. [1999]: *Investment, R&D and financial constraints in Britain and Germany*, IFS Working Paper n.º 99/5.
- Bond, S. y Van Reenen, J. [2002]: *Microeconomic Models of Investment and Employment*, Institute for Fiscal Studies, mimeo., http://www.ifs.org.uk/staff/steve_b.shtml
- Butzen, P., Fuss, C. y Vermeulen, P. [2001]: *The credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data*, ECB Working Paper n.º 107.
- Calomiris, C. y Hubbard, G. [1990]: «Firm heterogeneity, internal finance and credit rationing», *Economic Journal*, 100, 90-104.
- Caminal, R. [1995]: «El papel de las restricciones de crédito y las políticas públicas en la financiación de la pequeña y mediana empresa», *Papeles de Economía Española*, 65, 224-234.
- Chatelain, J. B. y Tiomo, A. [2001]: *Investment, the cost of capital and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation*, ECB Working Paper n.º 106.
- Chatelain, J. B., Generale, A., Hernando, I., von Kalckreuth, U. y Vermeulen, P. [2001]: *Firm investment and monetary transmission in the euro area*, ECB Working Paper n.º 112.
- Chirinko, R. S. [1993]: «Business Fixed Investment Spending: A Critical Survey of Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications», *Journal of Economic Literature*, 1875-1911.
- Deutsche Bundesbank [2001]: *Investment Today for the World of Tomorrow: Studies on the Investment Process in Europe*, Berlin, Springer-Verlag.
- Devereux, M. y Schiantarelli, F. [1990]: «Investment, financial factors and cash-flow evidence from U.K. panel data», en R. G. Hubbard [ed.], *Asymmetric information, corporate finance and investment*, University of Chicago Press.
- ECCB [2000]: *Corporate Finance in Europe from 1986 to 1996*, European Committee of Central Balance Sheet Offices, Own Funds Working Group.
- Estrada, A. y Vallés, J. [1998]: «Investment and Financial Costs: Spanish Evidence with Panel Data», *Investigaciones Económicas*, 22, 337-359.
- Fazzari, S. y Athey, M. [1987]: «Asymmetric information, financing constraints and investment», *Review of Economics and Statistics*, 69, 481-487.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. y Petersen, B. C. [1988]: «Financing Constraint and Corporate Investment», *Brookings Papers on Economic Activity*, 141-195.
- Fazzari, S. y Petersen, B. [1993]: «Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints», *RAND Journal of Economics*, 24, 328-342.
- Gaiotti, E. y Generale, A. [2001]: *Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms*, ECB Working Paper n.º 110.
- Gertler, M. [1988]: «Financial structure and aggregate economic activity», *Journal of Money, Credit and Banking*, 20, 559-588.
- Gilchrist, S. y Himmelberg, C. [1995]: «Evidence on the role of cash-flow for investment», *Journal of Monetary Economics*, 36, 541-572.

- Gilchrist, S. y Himmelberg, C. [1998]: *Investment, Fundamentals and Finance*, NBER Working Paper n.º 6652.
- Giner, E. y Salas, V. [1997]: «Sensibilidad de la inversión a las variables financieras: la hipótesis de sobreinversión?», *Revista Española de Economía*, 14, 215-227.
- Greenwald, B. y Stiglitz, J. [1993]: «Financial market imperfections and business cycles», *Quarterly Journal of Economics*, 108, 77-114.
- Hall, B., Mairesse, J. y Mulkey, B. [1999]: «Firm-level investment in France and the United States: an exploration of what we have learned in twenty years», *Annales d'Economie et de Statistique*, 55-56.
- Hoshi, T., Kashyap, A. y Scharfstein, D. [1989]: *Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial group*, Federal Reserve Board, Working Paper n.º 82.
- Hsiao [1986]: *The analysis of panel data*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hubbard, R. G. [1998]: «Capital Market Imperfections and Investment», *Journal of Economic Literature*, 193-225.
- Kalckreuth, U. von [2001]: *Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending*, ECB Working Paper n.º 109.
- Kaplan, S. y Zingales, L. [1995]: *Do financing constraints explain why investment is correlated with cash-flow?*, NBER, Working Paper n.º 5267.
- Laeven, L. [2001]: *Financial Liberalization and Financing Constraints: Evidence from Panel Data on Emerging Economies*, World Bank, mimeo.
- Love, I. [2001]: *Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model*, World Bank, mimeo.
- Lünnemann, P. y Mathä, T. [2001]: *Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data*, ECB Working Paper n.º 111.
- Mato, G. [1989]: «Inversión, coste del capital y estructura financiera: un estudio empírico», *Moneda y Crédito*, 188, 177-201.
- Schaller, H. [1993]: «Asymmetric information, liquidity constraints and Canadian investment», *Canadian Journal of Economics*, 26, 552-574.
- Schiantarelli, F. [1996]: «Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence», *Oxford Review of Economic Policy*, 12[2], 70-89.
- Stiglitz, J. y Weiss, A. [1981]: «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, 71, 393-410.
- Valderrama, M. [2001]: *Credit channel and investment behaviour in Austria: A microeconomic approach*, ECB Working Paper n.º 108.
- Whited, T. M. [1992]: «Debt, Liquidity Constraints and Corporate Investment: Evidence from Panel Data», *Journal of Finance*, 47[4], 1425-1460.

ANEXO I

OECD: *Analytical Database*.

DG ECFIN Commission of the European Communities: *Annual Macroeconomic Data Base*.

OECD [2001]: *Education at a glance*.

ANEXO II

Bentolila, S., y Jimeno, J. F. [2001]: *Una propuesta de reforma del marco legal de la negociación colectiva en España*.

Centro de Estudios Financieros [1999]: *Manual de novedades laborales 1999*.

Futuribles Analyse et Prospection, n.º 237 [Diciembre 1998]: «La réduction du temps de travail».

Legislación laboral en España: Elaboración propia.

OFCE [Enero 2000]: *Économie française en 2000 – Repères – La découverte*.

Pisani-Ferry, J. [2000]: *Conseil et analyse économique – Plein emploi rapport*.

Problèmes économiques [24 febrero 1999], n.º 2605.

Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales [2001]: *Guía laboral y de asuntos sociales*.

Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales [2002]: *Guía laboral y de asuntos sociales*.

Revue Fiduciaire RF 866 [Julio - agosto 1999]: «L'entreprise et les salariés».

- Revue Fiduciaire RF 879* [Julio - agosto 2000]: «Contrat de travail, le guide de l'employeur».
- Revue Fiduciaire RF 891* [Julio - agosto 2001]: «Mémento social, l'entreprise et les salariés».
- Rubio de Medina, M. D. [2000] *El despido colectivo*.
- Thornsten, S. [Julio 1998]: «Quel avenir pour les politiques de négociations collectives», *WSI Mitteilungen*, n.º 7.

ANEXO IV

- Banco de España [1999 y 2000]: *Informe anual*.
- Banco de España [1999]: «Los mercados e intermediarios financieros españoles», *Boletín económico*.
- Banco de España: «Regulación Financiera [primer trimestre 1992, y cuartos trimestres de 1998 y 1999]», *Boletín económico*.
- Banque de France [Noviembre 1999]: *Les titres de créances négociables*, Note d'information n.º 117.
- Blanco, R. y García-Vaquero, V. [2000]: «Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía», *Boletín económico*.
- Central de Anotaciones del Banco de España. «Memoria año 2000».
- Choinel, A. y Rouyer, G. [Septiembre 1999]: *Le marché financier, structures et acteurs*, Banque éditeur, Collection banque, CFPB.
- Commission Bancaire [1999]: *Annual Report*.
- Credit Institutions and Investment Firms Committee [1999]: *Introduction to the 1999 Annual Report*.
- National Credit and Securities Council [1998]: *Annual Report*.
- Parejo, J. A., Cuervo, A., Calvo, A. y Rodríguez Sáiz, L. [1999]: *Manual del Sistema Financiero Español*, Editorial Ariel, Ariel Economía.
- Plihon, D. [Octubre 1998]: *Les banques, nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*, La documentation française.
- Quirós, G. [1998]: «Mercado español de deuda pública» [Tomo I y II], Documento Serie Azul, Servicio de Estudios del Banco de España.
- Ribas, E., Montllor, J. y Tarrazón, M. A. [1998]: *La empresa en el sistema financiero español*, Editorial McGraw Hill.
- Servicio de Compensación y Liquidación de Valores [SCLV]. *Memoria 2000*.
- Soley, J. [2000]: *El Sistema Financiero y su encuentro con la empresa*, Editorial Deusto.

ANEXO V

- Sánchez Calero, F. [2000]: *Instituciones de Derecho Mercantil*, McGraw Hill, Madrid.

ANEXO VI

- Acomet, T., Grange, J. y Leclercq, G. [Noviembre 2000]: «Plaidoyer pour l'épargne retraite», *Banque Magazine*, n.º 619.
- Balligand, J. P. y Foucauld, J. B. [Enero 2000]: *L'Épargne salariale au cœur du contrat social*, Rapport au Premier ministre, Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.
- Banque Magazine*, n.º 613 [Abril 2000]: «Dossier d'épargne salariale».
- Choinel, A. y Rouyer, G. [Septiembre 1999]: *Le Marché financier: structures et acteurs*, 7e édition Banque éditeur, collection Banque ITB.
- Delabrousse, L. [Marzo 2001] [AFG – ASFFI]: «Une nouvelle loi sur l'épargne salariale en France», *La lettre de l'OEE*, Observatoire de l'épargne européenne n.º 5.
- Épargne et Finance*, n.º 2 [Julio 2000]: «La relance de l'épargne salariale».
- Épargne Expansion*: «Épargne salariale».
- Feuillet rapide fiscal social Francis Lefebvre FR 3500 [Agosto 2000]: *Projet de réforme de l'épargne salariale*.
- Livre blanc sur les retraites* [Mayo 1991]: «Préface de Michel ROCARD, Premier Ministre, La documentation française».
- Legifrance [2001]: «Loi n.º 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale», *Journal officiel – JO* numéro 43 du 20 février 2001, page 2774.
- Loi Fabius: «Un nouveau souffle pour l'épargne salariale ?», Agefi – Gestion de patrimoine.

Massé, F. [Marzo 2000]: *Fonds de pension*, Fiche CNCT.
Option Finance, n.º 616 [Noviembre 2000]: «Un projet de loi pour séduire les PME».
Rapport CHARPIN [plan].
Rapport TEULADE [CES].
Rapport DAVANNES [CAE].

ANEXO VII

Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales. Secretaría de Estado de la Seguridad Social [1999]: *Manual práctico de cotización*.
Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales [2001]: *Guía de trabajo y asuntos sociales*.
Revue fiduciaire RF 860 [Febrero 1999]: «Le Mémento 1999 de l'entreprise».
Revue fiduciaire RF 873 [Marzo 2000]: «Le Mémento 2000 de l'entreprise».
Revue fiduciaire RF 877 [Abril 2000]: «Les cotisations sociales de l'entreprise».
Revue fiduciaire RF 885 [Febrero 2001]: «Mémento de l'entreprise. Taux, seuils, cotisations et délais pour 2001».
Revue fiduciaire RF 891 [Julio-agosto 2001]: «Mémento social, l'entreprise et les salariés».

ANEXO VIII

Albi Ibáñez, E. [2001]: *Sistema Fiscal Español*, Editorial Ariel, Barcelona.
Borrego Cuesta, A. [1999]: *La fiscalidad de las empresas españolas*, Papeles de Economía Española.
Martín Oviedo, J. M. [1997]: *Fiscalidad de las empresas*, Editorial Civitas, Madrid.