

LA FINANCIACION DE LAS INVERSIONES INDUSTRIALES EN LOS PAISES DE LA C. E. E.

“El Informe Delacour”

Es sabido que uno de los principales problemas a los que se enfrenta la economía francesa en la actualidad es el de resolver, en plazos tan breves como sea posible, el aumento de las inversiones en la industria. Es esta una condición fundamental en el crecimiento de un país, necesaria para hacer frente a la competencia internacional. El V Plan insiste sobre estos dos puntos.

Pero inmediatamente surge una dificultad: ¿Cómo financiar estas inversiones? Los industriales, por medio del C. N. P. F. especialmente, han hecho desde hace tiempo notar que sus márgenes de beneficios habían disminuido de tal manera que su autofinanciación, por ejemplo, es mucho más difícil que hace diez años. Observan, por otra parte, que la estructura financiera de muchas empresas francesas no es muy satisfactoria y que su endeudamiento ha alcanzado su límite en ciertas ramas.

Estos problemas —y otros concernientes, por ejemplo, a la disponibilidad del ahorro nacional—, han sido ampliamente estudiados por la Comisión de Economía General y Financiación del V Plan, cuyo informe no ha sido publicado aún. Sería conveniente que lo fuese lo antes posible.

Entre los trabajos base utilizados por esta Comisión figura especialmente un Informe de M. Delacour, inspector de Hacienda, sobre “ciertos aspectos de la financiación de las inversiones industriales en los países de la C. E. E.”, que nosotros nos proponemos analizar seguidamente, ya que presenta gran interés. Dicho interés, por lo demás, reside más en la síntesis que él efectúa y en las informaciones precisas que reúne, que en la idea general que expone y que ha sido objeto de numerosos de-

bates: el endeudamiento de las empresas francesas es grave, puesto que sus posibilidades de financiación exterior se ven limitadas actualmente; este endeudamiento se base en gran parte, en el mercado financiero, especialmente en las emisiones de obligaciones.

Nuestros comentarios seguirán el orden de los tres temas siguientes, expresamente estudiados por M. Delacour: la estructura financiera de las empresas, sus posibilidades de autofinanciación y de recurrir a la ayuda de capitales exteriores.

La estructura financiera de las empresas.

La comparación de la estructura financiera de un gran número de empresas en países diferentes es algo difícil que no puede hacerse de una manera exacta, puesto que la legislación fiscal y los métodos de contabilidad varían mucho de un país a otro y tienen su repercusión en los balances, en cuanto a la importancia de partidas como son los "stocks", amortizaciones, reservas, valoraciones de activos, etc.

Sin embargo, pueden establecerse estimaciones globales, sujetándose únicamente a un concepto de magnitud, tanto más cuanto que un análisis más detenido de sector por sector proporciona resultados comparables.

Las fuentes utilizadas por M. Delacour son las siguientes: para Francia, un estudio del Credit Lyonnais sobre 103 sociedades importantes y datos sobre 219 sociedades, también importantes, establecidos por la Central de Balances de la S.E.D.E.S.; para Alemania, estadísticas globales establecidas por la Oficina Federal de Estadística y concernientes a más de 2.000 sociedades; para Italia, los trabajos de Mediobanca (filial especializada en el medio plazo de los tres grandes bancos del grupo del I.R.I.) que informa sobre 131 grandes empresas; para Gran Bretaña, los estudios del Crédit Lyonnais sobre 76 sociedades, y, finalmente, para los Estados Unidos, estadísticas establecidas por la Tesorería americana concernientes a 32.000 sociedades.

El cuadro siguiente da algunos coeficientes significativos de la estructura financiera de las empresas estudiadas en estos cinco países (generalmente en 1963).

LA FINANCIACION DE LAS INVERSIONES INDUSTRIALES...

	Parte de inmovilizaciones financiadas por:		Fondos netos de maniobras	Realizable. Disponible	Deudas a medio y largo plazo	
	Fondos propios	Capitales permanentes	«Stocks»	Deudas a corto plazo	«Cash-flow» (1)	Fondos propios
FRANCIA:						
Datos del Crédit Lyonnais:						
— Incluida la siderurgia	0,82	1,30	0,59	0,70	4,67	0,59
— Excluida la siderurgia	0,94	1,32	0,51	0,66	3,25	0,40
ALEMANIA	0,90	1,27	0,72	0,82	2,44	0,41
ITALIA	0,67	1,07	0,25	0,64	4,31	0,59
GRAN BRETAÑA...	1,26	1,49	1,04	1,05	?	0,18
ESTADOS UNIDOS.	1,18	1,46	1,24	1,31	1,50	0,24

(1) Beneficios brutos tras deducción de impuestos.

La relación entre el endeudamiento a medio y largo plazo y el "cash-flow" es quizás el menos interesante de estos coeficientes. En efecto, es sobre el "cash-flow" que se imputarán ulteriormente los reembolsos de estas deudas, que fueron de alguna forma contraídas por la anticipación de esta futura autofinanciación. Si, por consiguiente, esta relación es elevada, la empresa se aproxima o alcanza un límite más allá del cual *no podría atender al servicio de su deuda*. Sus posibilidades de expansión se encuentran reducidas e incluso su propia existencia puede estar en peligro.

El cuadro anterior demuestra que, desde este punto de vista, las empresas francesas ocupan una posición poco envidiable; en efecto, aun excluyendo a la industria siderúrgica, cuyas características y pasada coyuntura explican el grave endeudamiento, el coeficiente en la industria francesa es muy superior al de la industria alemana. Por el contrario, la industria italiana presenta un mayor endeudamiento que la francesa, siendo el importe de la deuda igualmente muy elevado en comparación con los fondos propios.

Las empresas americanas, así como las inglesas, están muy bien situadas a este respecto: su endeudamiento, en relación con el "cash-flow", representa el 50 por 100 del registrado por las empresas francesas (excluidas las siderúrgicas) y cerca de una tercera parte, únicamente, en lo que concierne a las empresas italianas.

Constataciones del mismo orden pueden hacerse en lo relativo a la liquidez y a la tesorería de las sociedades: el fondo neto de maniobra es superior al "stock" en los Estados Unidos y, algo menos, en Gran Bretaña, y el endeudamiento a corto plazo se encuentra más que cubierto por los valores realizables y disponibles. En estos dos puntos, las empresas francesas figuran detrás de las alemanas, pero delante de las italianas.

En lo que concierne a los fondos propios, sin embargo, la posición de las empresas francesas es menos desfavorable, puesto que aquéllos sólo son algo inferiores a las inmovilizaciones. Pero en esto también los negocios americanos y británicos se ven más favorecidos.

Retengamos, pues, como algo esencial la importancia del endeudamiento y la insuficiente liquidez de las empresas francesas.

Si, al examinar la estructura financiera de las empresas, volvemos la vista retrospectivamente, hay que señalar una gran estabilidad en los países anglosajones y un empeoramiento, más o menos acentuado, entre los miembros del Mercado Común.

En efecto, en las empresas inglesas y americanas la parte relativa a las grandes partidas del balance ha variado poco entre 1959 y 1962. En particular, la parte correspondiente al endeudamiento no ha aumentado o apenas lo ha hecho: en los Estados Unidos, un 14,2 por 100, en ambas fechas, para medio y largo plazo y en Gran Bretaña, por el mismo endeudamiento, un 10,6 por 100 en 1959 y un 11,8 por 100 en 1962.

Por el contrario, en Alemania, en Francia y en Italia, la capacidad de autofinanciación ha aumentado a menor ritmo que el endeudamiento a plazo; esta evolución se ve claramente indicada por la elevación de la proporción: endeudamiento a plazo "cash flow" de 1959 a 1962. En Alemania, esta proporción pasó de 2,17 a 2,63; en Francia (excluida la siderurgia), de 1,72 (en 1960) a 2,18; en Italia, en 1961 era de 2,81 y el cuadro anterior nos ha demostrado que alcanzó un 4,31 en 1963. Por lo tanto, en estos tres países, el peso de la deuda a plazo se ha agravado y las cargas de reintegro de esta deuda vienen a comprometer, cada vez más, la futura capacidad de autofinanciación. Pero, de nuevo, la posición de las empresas francesas no es peor que la de otros países estudiados,

tanto más cuanto que los promedios citados ocultan situaciones individuales que pueden ser muy satisfactorias.

La autofinanciación.

¿Cuáles son las razones de este estado de cosas?

Se tiende a una disminución de la autofinanciación en las empresas de los países del Mercado Común, mientras que en Gran Bretaña y en los Estados Unidos, continúa siendo constantemente superior a las inmobilizaciones.

En lo que concierne a Francia, el Informe Delacour utiliza dos fuentes de información: los datos extraídos de la Contabilidad Nacional y el estudio del Crédit Lyonnais. Las cifras obtenidas en ambas partes son bastante ambiguas, como demuestra el cuadro siguiente (en tantos por ciento):

	1960	1961	1962	1963
Contabilidad nacional (conjunto de las empresas privadas no agrícolas)...	76,4	65,9	64,9	61,9
Datos del Crédit Lyonnais.	79	56	48	53

Dos razones principales explican esta divergencia: por una parte, la Contabilidad Nacional engloba en sus cifras la inversión de empresas individuales en las que la autofinanciación ocupa un lugar importante, lo que ha hecho *elevarse* la media del conjunto; por otra parte, la siderurgia ocupa un puesto no desdeñable en los datos del Crédit Lyonnais. Esta última, cuya situación es algo especial, reduce evidentemente las cifras obtenidas (sólo para la siderurgia, los porcentajes de autofinanciación de las inversiones descendieron de un 89 por 100 en 1960 a un 43 por 100 en 1963), pero no hay que olvidar que los datos del Crédit Lyonnais conciernen a más de cien sociedades importantes de las industrias mecánica, eléctrica y química, del cemento y la siderurgia, por lo que "a priori" son más completos que el conjunto facilitado por la Contabilidad Nacional.

Para Alemania, las estadísticas señalan, para 1963, un índice de autofinanciación de cerca de un 70 por 100, en evidente baja en relación a 1960.

En Bélgica, parece que las diversas fuentes de información disponibles proporcionan, para los años 1963 y 1964, un índice de cobertura de las inversiones de las empresas privadas mediante la autofinanciación, comprendido entre un 70 y un 75 por 100.

Hasta ahora, las empresas francesas —frente a las alemanas y las belgas— están mal situadas, mientras que las italianas tienen facultades de autofinanciación tan reducidas como las empresas francesas. En el caso de Italia, la mayor parte de las fuentes disponibles agrupan en una misma cifra el importe de los fondos obtenidos por la autofinanciación y el crédito a corto plazo de los bancos (habiendo aumentado este último en el curso de los últimos años). Diversas comprobaciones y confirmaciones permiten, sin embargo, pensar que la autofinanciación de las empresas italianas asciende a cerca de un 50 por 100 de las inversiones brutas.

Es preciso señalar que un índice de cobertura apenas superior se encuentra en el Japón, puesto que de 1960 a 1963 la autofinanciación abarcó entre un 50 y un 60 por 100 de las inversiones de las sociedades (comprendido en ello el incremento de los "stocks").

En Estados Unidos y en Gran Bretaña, tanto en este aspecto como en otros muchos, la posición de las sociedades es muy satisfactoria; en el primero de los países citados, lo mismo en 1959 que en 1963, la autofinanciación representaba un 112 por 100 de las inmovilizaciones, con un saldo superior por encima del 100 por 100 que hubiera podido servir para financiar las inversiones en el extranjero o reforzar la tesorería. En Gran Bretaña, los datos establecidos por la Oficina Central de Estadística demuestran que el total de las amortizaciones y beneficios no distribuidos ha sido desde hace varios años muy superior a la formación bruta de capital fijo. Excepto en 1961, esto permitió además financiar íntegramente el aumento de los "stocks".

En conclusión, parece, pues, que en los países del Mercado Común las empresas italianas son aquellas en las que las necesidades originadas por la financiación de las inmovilizaciones son cubiertas con menos facilidad por los recursos internos; en Francia, la situación es apenas mejor a este respecto, mientras que en los países vecinos el índice de cobertura por autofinanciación es igual o superior a un 70 por ciento.

El estudio de los elementos que componen la autofinanciación se-

ñala la importancia de las amortizaciones tanto en Francia como en Italia y en Alemania; conviene señalar que sobre este punto, la legislación fiscal no es desfavorable a las empresas francesas. Por el contrario, en Bélgica como en Estados Unidos y en Gran Bretaña, los dividendos distribuidos son elevados frente a los beneficios registrados y a las amortizaciones. Hay que destacar finalmente que las provisiones de fondos constituidas para las jubilaciones del personal en ciertas empresas importantes alemanas o italianas, al ser invertidas libremente en los activos de estas últimas, constituyen un recurso permanente señaladamente estable y de importancia no desdeñable (de un 7 a un 10 por 100 en Alemania, según informa el Crédit Lyonnais y de alrededor de un 6 por 100 en Italia según las estadísticas de Mediobanca).

Fuentes de financiación exterior de las empresas.

Siendo la autofinanciación lo que es, ¿por qué medios y según qué vías se procuran las empresas el saldo de fondos necesario a sus inversiones? El estudio de los diferentes circuitos de crédito y el del papel desempeñado por el mercado financiero hacen resaltar, entre los distintos países estudiados, diferencias bastante sensibles.

Siendo elevado el volumen de ahorro en Alemania y en los Países Bajos, las instituciones privadas que lo recogen juegan en la financiación de las inversiones un papel más considerable que en Francia o en Italia, donde, por contraste, aparece preponderante la intervención de los organismos estatales o paraestatales.

Es sorprendente constatar la importancia de los depósitos de ahorro en el pasivo de los institutos de crédito alemanes: a fines de 1964, de 166.000 millones de marcos en depósitos, un 57 por 100 procedía del ahorro. Los depósitos de este tipo que se encuentran en todos los institutos de crédito, son evidentemente más numerosos en las cajas de ahorro, que constituyen verdaderos bancos, con funciones y recursos perfectamente comparables a los de los bancos comerciales. Pero parece, sin embargo, que estas últimas conceden más bien créditos a medio plazo (entre seis meses y cuatro años) y que las operaciones a largo plazo constituyen más bien una función de las cajas de ahorro, de sus centrales (*girozentralen*) y de los bancos hipotecarios. Estos créditos a largo plazo son concedidos igualmente por instituciones especializadas (tales como el "Kreditanstalt für Wiederaufbau", o Banco para la Reconstrucción, y el "Industriekreditbank", que se interesa sobre todo en las em-

presas pequeñas y medias) y por los "inversionistas institucionales", tales como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, cuya acción en este sector es mucho más amplia desde hace algunos años. Según ciertos cálculos, los préstamos a largo plazo representan cerca de un tercio de las imposiciones de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones (y entre un 6 y un 7 por 100 del total de financiación exterior de las empresas alemanas).

En Holanda son precisamente los inversionistas institucionales quienes juegan un papel principal, como por ejemplo, las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones. En efecto, en los Países Bajos el ahorro familiar se invierte a medias en estos dos tipos de organismos, lo que representó en 1963 un 3,6 por 100 de producto nacional bruto holandés (frente a un 1,7 en los Estados Unidos y un 0,4 por 100 en Francia).

Como corolario, es preciso señalar que el activo global de los principales bancos comerciales holandeses se elevó a finales de 1962 a 12.000 millones de florines, mientras que las inversiones totales de los institutos financieros, aparte de los bancos, ascendían a 26.000 millones de florines, o sea más del doble. Esto nos da una idea de la importancia de estos institutos dentro del mecanismo del crédito a largo plazo. Dicho crédito adopta la forma de préstamos directos por una duración de diez a veinte años y representan de un 35 a un 40 por 100 de las inversiones totales de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones.

Las cajas de ahorro, igualmente, conceden préstamos directos a la industria por cerca de un 10 por 100 de sus activos, que a finales de 1962 ascendían a 8.500 millones de florines. En cuanto a los bancos, sus operaciones a largo plazo aumentan desde hace algunos años y representan actualmente 1.000 millones de florines. Los préstamos que conceden (y que anteriormente eran confiados exclusivamente a filiales especializadas) tienen un plazo inferior a diez años, superado el cual, intervienen los organismos que hemos mencionado anteriormente. Este desarrollo de los préstamos bancarios a largo plazo ha sido facilitado por el de los depósitos de ahorro y a plazo, que representan actualmente un 46 por 100 de los recursos bancarios.

Es preciso señalar, finalmente, que dos organismos semipúblicos contribuyen a la financiación de las inversiones industriales: el "Hérstelbank" (o Banco Nacional de Inversión), relativamente poco importante (522 millones de florines en préstamos a finales de 1963) y el "Middenstandsbank", que concede préstamos a las empresas pequeñas y

medias. Su volumen de préstamos se elevaba a fines de 1963 a 730 millones de florines, de los cuales 210 se beneficiaban de la garantía del Estado.

En Italia, en virtud de la ley bancaria de 1936, el crédito a medio y largo plazo está distribuido exclusivamente por instituciones especiales de crédito que extraen, principalmente, sus recursos de emisiones de obligaciones en el mercado financiero. Los bancos comerciales que sólo pueden recoger recursos a la vista o a corto plazo, no practican en teoría más que el crédito a corto plazo.

Los institutos especializados de crédito a medio y largo plazo, o institutos de crédito mobiliario, pueden ser clasificados en dos categorías. Se distinguen en primer lugar los institutos de actividades generales, de los cuales algunos son de derecho público. Entre estos últimos, el más importante es el I. M. I. (Istituto Mobiliare Italiano), que concede préstamos de cinco a veinte años (por 1,4 billones de liras a finales de marzo de 1964), sobre todo a la gran industria.

Los recursos del I. M. I. proceden de la emisión de obligaciones en el mercado, del que es de manera permanente uno de los principales prestatarios. Los institutos de derecho privado y actividades generales forman el 40 por 100 del total de los activos de esta categoría de establecimientos y son filiales de los bancos comerciales. Citemos los principales: Efibanca, Centrobanca, Interbanca y, sobre todo, Mediobanca, el más importante. Este último, filial de los tres principales bancos italianos, concede préstamos de dos a cinco años (400.000 millones de liras en 1964) con ayuda de recursos a plazo (uno a cinco años), que son recogidos por mediación de los bancos matrices. Facilita también operaciones financieras de las sociedades industriales.

A continuación aparecen los institutos de crédito a medio plazo especializados. En primer lugar, existen doce institutos regionales de crédito mobiliario, creados en beneficio de las empresas pequeñas y medias con la participación de colectividades públicas y de bancos regionales o locales. Estos institutos que conceden préstamos a un máximo de diez años, se apoyan en Mediocrédito, organismo público que redescuenta sus préstamos y suscribe sus emisiones de bonos de caja o de obligaciones. Existen a continuación tres instituciones especializadas en el sur de Italia, I.S.V.E.I.M.E.R., I.R.F.I.S. y C.I.S., que sirven de intermediarias entre los prestatarios y los prestamistas públicos, como la Caisse de Midi, el Banco Europeo de Inversiones o el Banco Mundial.

Todos estos institutos de crédito mobiliario, públicos o privados, se

benefician de las ventajas concedidas por el Estado; acceso prioritario al mercado financiero, desgravaciones fiscales por sus emisiones de obligaciones y bonificaciones de intereses para los institutos regionales. La ayuda del Estado se hace además bajo múltiples formas (especialmente en el sur del país) y se calcula que cerca de un tercio de las inversiones industriales en Italia se benefician de la ayuda oficial.

Finalmente, los bancos comerciales concurren en realidad a la financiación de las inversiones industriales de una manera no desdeñable: no sólo han creado Mediobanca, sino que suscriben las obligaciones y los bonos de caja de los institutos de crédito mobiliario y, sobre todo, practican el "corto plazo prolongado" bajo forma de anticipos en cuentas deudoras (estas últimas representan un 42 por 100 de las operaciones de los bancos italianos frente a un 14 por 100 en Francia; un 20 por 100, en Alemania, y un 17 por 100, en Bélgica).

En Bélgica, la situación se encuentra en curso de evolución. Será suficiente señalar que el crédito a medio y largo plazo es dispensado tradicionalmente por organismos públicos y, especialmente, por la Société Nationale du Crédit à l'Industrie (S. N. C. I.), que concede préstamos de cinco a doce años, y por la Caisse Générale d'Epargne et de Retraites (C. G. E. R.), que otorga préstamos directos a la industria bajo la forma de descuentos de pagarés a la orden y suscribe emisiones de obligaciones. La C. G. E. R. administra las dos terceras partes de los depósitos de las cajas de ahorro belgas.

Los bancos, cuyos depósitos a plazo no dejan de aumentar, incrementan, desde hace años, su ayuda a medio y largo plazo a la industria. Sus compromisos de esta naturaleza pasaron de los 5.000 a los 12.000 millones de francos belgas de finales de 1962 a 30 de septiembre de 1964, viéndose alentados en este sentido por disposiciones legales que les facultan, con el mismo derecho que a la S. N. C. I. o que a la C. G. E. R., a servir de intermediarios en la ayuda pública otorgada bajo la forma de garantías del Estado y de bonificaciones de interés que disminuyen el coste de créditos para adquisición de equipos a un 3 por 100 e incluso, en ocasiones, a un 1 por 100. Los préstamos para adquisición de equipos concedidos por los bancos lo son a un plazo máximo de diez años.

El mercado financiero juega, en la financiación de las inversiones, un papel muy desigual, según los diversos países. Su participación en la financiación de las inversiones industriales sólo es verdaderamente muy importante en Italia, país en que los institutos especializados, descritos anteriormente, son los principales emisores de obligaciones.

En este país, en el que el Tesoro y las colectividades públicas se abstienen de intervenir en el mercado financiero, se calcula que este último recoge en forma de acciones y obligaciones recursos que representan cerca de un 25 por 100 de la formación bruta de capital fijo por parte de las empresas.

En Alemania esta proporción es mucho más débil: el total de acciones y obligaciones emitidas de 1949 a 1963 (o sea 118.000 millones de marcos) sólo financió un 22 por 100 de las inversiones brutas de las empresas. De este total, las obligaciones representan poco menos que una cuarta parte en razón de las mayores facilidades y del menor coste que para las empresas representa el endeudamiento directo cerca de los institutos de crédito. La mayor parte de las emisiones de obligaciones (que proceden más bien de establecimientos de crédito especializados más que de las empresas) es suscrito por los bancos y cajas de ahorro.

En Bélgica encontramos una situación bastante parecida, marcada igualmente por el predominio de las emisiones de acciones, efectuándose el endeudamiento de las empresas preferentemente cerca de organismos especializados y facultados para distribuir la ayuda pública. La importancia de las emisiones de los organismos públicos (35.000 millones en francos belgas en 1962 sobre un total de 46.000), explica el que las sociedades no puedan recoger, en conjunto, más que el 20 por 100 de los capitales facilitados por el mercado financiero que, de esta manera, sólo financia alrededor de un 8 por 100 de la formación bruta de capital fijo de las empresas.

Finalmente, en Holanda la participación de las empresas es modesta (sobre todo en lo que concierne a las obligaciones) en el mercado financiero, en el que el Estado, las colectividades locales y las sociedades extranjeras constituyen las principales partes receptoras. Aquí también, la importancia de los préstamos directos de los inversionistas institucionales explica el reducido recurso de las empresas al endeudamiento obligatorio.

El problema de la aportación de fondos propios a las empresas, cuyo volumen o estructura familiar no les permite acceso al mercado financiero, ha sido objeto, por parte de los países del Mercado Común, de bosquejos de solución poco satisfactorios. Es preciso mencionar la experiencia belga de la Société Nationale d'Investissements, en la que el sector privado sólo tiene un 20 por 100 del capital, pero en la que la amplitud de los medios puestos en práctica (un capital de 2.000 millones

de francos belgas) permite esperar resultados interesantes. La creación de la S.N.I. no data más que de 1962.

Estos breves comentarios probablemente habrán podido dar una idea del interés y la precisión de los datos reunidos por M. Delacour en su Informe. Parece que las comparaciones hechas entre las empresas francesas y las de los países asociados al Mercado Común no son desfavorables a las primeras. Aunque sólo constituye un pequeño consuelo el señalar que las empresas italianas se ven aún menos favorecidas que las francesas, hay que recordar igualmente que la autofinanciación en Francia ha empeorado en el curso de los últimos años. Conviene subrayar que los sistemas flexibles del crédito a medio y largo plazo que se practican en Alemania y Holanda (no siempre menos onerosos que el sistema francés) se basan sobre un índice de ahorro particularmente elevado. Finalmente, en todos los países se manifiesta una evolución y una transformación de los mecanismos de financiación.