

**UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA  
AZCAPOTZALCO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**AREA DE ECONOMIA INTERNACIONAL**

**REPORTE DE INVESTIGACION**

**«RASGOS PARTICULARES DEL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS  
INDUSTRIALES EN ALEMANIA Y FRANCIA»**

**ABRIL 2014**

**Por Fernando Velazquez Vadillo**

# **Rasgos particulares del financiamiento de las empresas industriales en Alemania y Francia.**

Por Fernando Velazquez Vadillo\*

## **Introduccion**

Las decisiones de financiamiento de la empresa se inscriben en el marco de sistemas financieros y juridicos particulares. Por esta razon el conocimiento de las características del financiamiento de las empresas contribuye a la comprensión de la interrelacion entre las decisiones de financiamiento y el medio ambiente financiero y legal. El mejor conocimiento de ésta interrelacion aporta a su vez elementos para el diseno de politicas de financiamiento adecuadas.

El estudio de casos de paises desarrollados caracterizados por poseer sistemas financieros completos, es decir, que ofrecen toda la gama de posibilidades de financiamiento, intermediados y de mercado, resulta relevante para el desarrollo de capacidades de diagnostico y prevision de los comportamientos financieros, en particular durante situaciones recesivas, y para el establecimiento de estrategias de acceso al financiamiento pertinentes.

Entre los criterios de analisis del comportamiento de financiamiento de las empresas, el criterio del tamaño es particularmente importante en el contexto actual de impulso a las pymes, ya que permite realizar un analisis en términos de pertinencia y acceso de las empresas a los diferentes modos de financiamiento.

El criterio de tamaño es central en el trabajo que exponemos aqui. Al permitir precisar las diferencias fundamentales existentes entre pme y grandes empresas (GE), el analisis a partir del tamaño hace del estudio de las empresas en Francia y Alemania casos ilustrativos útiles para la comprensión del comportamiento financiero de las empresas.

En esta perspectiva el objetivo que nos proponemos en este trabajo es de tipo descriptivo: buscamos responder de manera breve y precisa a la pregunta siguiente: Como se financian las empresas industriales en Francia y Alemania?

Para alcanzar este objetivo realizamos un estudio minucioso del vasto e importante trabajo sobre el tema realizado por Friderichs, Paraque y Sauvé, tratando de aportar una exposicion personal de sus resultados a partir de una secuencia que facilite la comprensión de la respuesta a esa pregunta.

\*Profesor – Investigador del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana Azcapotzalco.

Los autores mencionados realizaron un estudio sobre el financiamiento de las empresas industriales en Francia y Alemania durante el periodo 1987-1996, distinguiendo cinco tamaños de empresa : muy pequeñas empresas (muy pe, 1 a 19 empleados), pequeñas empresas (pe, 20 a 199 empleados), medianas empresas (me, 200 a 499 empleados), grandes empresas (GE 500 a 1999 empleados) y muy grandes empresas (muy GE, más de 2000 empleados). La estructura de financiamiento es analizada a partir de dos elementos : Capitales propios, en los que se distingue el capital suscrito y las reservas (que deben asimilarse respectivamente, al capital aportado por los socios durante la formación de la empresa o durante los aumentos de capital, y a los beneficios no distribuidos), y endeudamiento total, que comprende el endeudamiento bancario, los préstamos intragrupos y el crédito comercial. En el caso de Alemania es relevante también el rubro de provisiones por riesgos y cargos.

La heterogeneidad de las estructuras financieras por tamaño en el caso de Alemania motivo a estos autores a privilegiar la utilización del cálculo de la mediana, que subraya el valor central en una distribución de datos dejando a cada lado un número igual de observaciones. De esta manera la fuerte concentración de valores en las GE, sobretodo en relación al peso de los capitales propios se ve atenuado, y permite una visión más clara del comportamiento de endeudamiento de los diferentes tamaños de empresa.

El excelente estudio al que nos referimos resulta complejo pues combina análisis de determinantes tales como los sistemas financieros y legales, y se sitúa en una perspectiva comparativa entre Francia y Alemania. Nuestro aporte en este trabajo consiste en el esfuerzo realizado para precisar y exponer de manera sencilla los datos que sirven de base a esa comparación, a fin de establecer una respuesta sintética y precisa a la cuestión de la manera como se financian las empresas industriales en ambos países.

En los dos primeros apartados que comprende nuestro trabajo (I y II) realizamos respectivamente, a partir de un análisis personal del trabajo de Friderichs, Paraque y Sauvé sobre los casos de Francia y Alemania el ejercicio siguiente :

En un primer punto (A), exponemos las características tradicionales del comportamiento de financiamiento de las empresas industriales. Enseguida, enunciamos las diferentes fuentes de financiamiento desde la perspectiva de su importancia relativa (B). Finalmente el punto (C) proponemos una respuesta precisa y breve a la pregunta siguiente : Como se financian las empresas industriales, respectivamente en Francia y Alemania? (C).

En un tercer apartado (III) confrontamos la estructura de los pasivos de los balances de las empresas alemanas y francesas y subrayamos las principales diferencias.

## **I. Características del comportamiento de financiamiento de las empresas industriales en Francia.**

Exponemos a continuación los puntos siguientes sobre el comportamiento de financiamiento de las empresas industriales francesas : características tradicionales (A), importancia relativa de las fuentes de financiamiento (B), respuesta a la pregunta de como se financian las empresas en Francia (C).

### **A. Características tradicionales del financiamiento de las empresas industriales francesas.**

Las características tradicionales de la estructura de financiamiento de las empresas industriales francesas pueden reagruparse en características promedio del conjunto de empresas y características específicas según su tamaño.

Entre las primeras se encuentran la preponderancia del endeudamiento (en total de la deuda financiera y comercial), una participación moderada del crédito bancario, una progresión del endeudamiento mediante la emisión de títulos, una tendencia al reforzamiento de los capitales propios en detrimento del endeudamiento financiero y una relativa estabilidad de la estructura financiera frente a las oscilaciones de la actividad económica.

Respecto a las segundas, las características ligadas al tamaño no evidencian diferencias profundas; puede más bien considerarse que las estructuras financieras presentan una relativa homogeneidad. Existen sin embargo diferencias que obedecen a dos tipos de relaciones con el tamaño : una de tipo directo, respecto a los capitales propios (salvo en el caso de las muy GE), y una de tipo inverso, respecto a la participación del endeudamiento (financiero y comercial). Esta última relación se acompaña de otra relación inversa que liga plazo de la deuda bancaria y tamaño de la empresa : a mayor tamaño, mayor utilización de la deuda de cp ; a menor tamaño, mayor utilización de deuda de LP.

Estas relaciones entre el comportamiento de financiamiento y el tamaño de la empresa, se reflejan en variaciones de los pesos relativos de las diferentes fuentes de financiamiento lo que conduce a identificar jerarquías diferentes entre los modos de financiamiento de las empresas según su tamaño.

## **B. Importancia relativa de las diferentes fuentes de financiamiento de las empresas industriales francesas.**

El análisis de las características del financiamiento de las empresas industriales francesas que exponemos a continuación, distingue los capitales propios CP (los cuales comprenden el capital suscrito y las reservas), y el endeudamiento. Este se analiza primero a partir del conjunto de tipos de deuda y después, mediante la distinción de sus diferentes elementos: crédito bancario, crédito del grupo y asociados, emisión de títulos (papel comercial y obligaciones) y crédito comercial. Las provisiones por riesgos y cargos tienen para el conjunto de empresas industriales un peso en el balance cercano a cero en términos de mediana, y en promedio ponderado de aproximadamente 5%. Son entonces no significativas en el financiamiento de las empresas francesas, a diferencia de lo que ocurre en Alemania, caso que estudiaremos más adelante.

En la evaluación de la importancia relativa de las diferentes fuentes de financiamiento se utiliza, a menos que se indique que se trata del promedio, el peso de la mediana en el balance en porcentaje, distinguiendo los cinco tamaños de empresa indicados más arriba. Haremos referencia al período 1987-1996 o a un año preciso (generalmente 1995).

### **a. Los capitales propios.**

En el análisis de los capitales propios (CP) distinguimos sucesivamente, su peso en el balance para el conjunto de empresas, su importancia según el tamaño y su composición en capital suscrito (aporte de los socios, inicial o durante los aumentos de capital) y reservas (utilidades retenidas).

#### **a.1. Peso en el Balance.**

Para el conjunto de las empresas industriales el peso de los capitales propios, evaluado por el ratio de capitales propios / Total balance, muestra en promedio una progresión en el período estudiado de 26% en 1987 a 37% en 1995. En términos de Mediana: este ratio aumenta de 25% a 32% y representa en promedio de la mediana durante el período, aproximadamente 28,5%.

## a.2. Analisis por tamaño.

Existe una relación directa entre el tamaño y el peso de los CP en el balance. Sin embargo, su peso en las empresas industriales francesas es relativamente homogéneo (difiere poco entre los diferentes tamaños). Existe una diferencia máxima en el periodo de estudio, entre las muy pe y las muy GE de 8 puntos porcentuales.

El peso de los capitales propios en 1995 para las muy pe, pe y las me fue respectivamente de 30,0%, 31,7% y 34,3% ; su valor aumenta con el tamaño, salvo para las muy GE. El importante peso de los CP de las GE (38%) y muy GE (34%) evidencia su elevada autonomía financiera. Se observa también una progresión de los CP en todos los tamaños de empresa en el periodo de estudio.

## a.3. Composición de los Capitales Propios.

Los Capitales propios comprenden el capital suscrito y las reservas. La mediana del capital suscrito en el total del pasivo para el conjunto de empresas en el periodo 1987-1995 se situó alrededor de 8,0%.

Pueden observarse también diferencias en función del tamaño. En el caso de las muy GE el capital suscrito parece inferior al de las GE. En mediana el valor del capital suscrito en el total del balance en 1995, es para las muy pe, las pe, las me, las GE y las más GE, respectivamente de 7,8%, 7,6%, 8,8%, 10,5% y 8,0%.

Los valores respectivos para el peso de las reservas son de 19%, 21,0%, 21,0%, 22% y 25%. El valor de la mediana para el conjunto de empresas en el periodo de estudio se situó alrededor de 18,0%.

## b. El endeudamiento.

Se describe primero el conjunto de vías de endeudamiento y enseguida se distinguen sus diferentes elementos : crédito bancario, emisión de títulos, préstamos del grupo y asociados y crédito comercial.

## b.1. El Endeudamiento Total.

El ratio de endeudamiento total en porcentaje del balance, en mediana para el total de empresas en Francia disminuye de 74% en 1987 a 65% en 1996.

En 1995 el valor del endeudamiento total en mediana para los tamaños muy pe, pe, me, GE y muy GE representaron respectivamente: 69,0%, 66,0%, 63,0%, 58,0% y 61,0%.

En promedio en el periodo la diferencia en el ratio de endeudamiento total de las más GE y las más pe es de alrededor de 10%, respectivamente 62% y 73%.

Aún cuando la importancia del endeudamiento depende fuertemente del tamaño (relación inversa), en el caso de Francia las reducidas diferencias que se observan entre los diferentes tamaños muestran que las estructuras financieras son bastante homogéneas. Además se constata una estabilidad de esas estructuras, lo que evidencia una reducida sensibilidad ante los cambios en la actividad económica.

## b.2. La Deuda Bancaria.

Se exponen enseguida dos puntos sobre la deuda bancaria : peso en el balance, y estructura de la deuda.

### b.2.1. Peso en el balance de la deuda bancaria.

En relación a la deuda bancaria, se observa en el periodo estudiado una tendencia regular a su reducción en porcentaje del balance, lo que responde a una estrategia de desintermediación.

El ratio de deuda bancaria del conjunto de empresas se reduce en mediana en el periodo estudiado de 14% en 1987 a 9% en 1995. En este último año, los valores de este ratio, ligados inversamente al tamaño de las empresas, fueron respectivamente para las, muy pe, pe, me, GE y muy GE, de 9,8%, 11,0%, 9,6%, 5,2% y 2,8%.

Simultáneamente a la reducción del endeudamiento bancario las empresas se dirigen a los mercados de capitales lo que refleja un cierto grado de sustitución de fuentes de financiamiento. Es evidente que los préstamos bancarios no constituyen la primera fuente de financiamiento de las empresas aún de las pme.

Durante los años 90's esta tendencia clara a la desintermediación y la reducción del endeudamiento bancario marco a las empresas francesas de todos tamaños.

#### b.2.2. La estructura de la deuda bancaria.

En Francia puede observarse una jerarquía inversa de la deuda bancaria según el plazo y el tamaño de la empresa (aumenta el tamaño la utilización de deuda se reduce y tiene un plazo menor).

Los aportes bancarios de corto plazo son muy débiles. Es interesante observar que una cuarta parte de las pme (<100 empleados) no utilizan para nada ese crédito y en la mitad la deuda representa menos del 1% de su balance. En cambio, las muy GE francesas utilizan el crédito bancario a cp, 1.5% en mediana en 1995 (crece el tamaño crece la deuda cp).

Puede concluirse que el crédito bancario a corto plazo juega un rol menor en Francia. El endeudamiento de las empresas francesas parece basado en contratos de LP, sobretodo para aquellas con menos de 500 trabajadores (menor tamaño – mayor plazo).

No puede contemplarse al crédito bancario de corto plazo como un mecanismo de seguridad, este rol lo juegan en Francia los capitales propios invertidos en liquidez.

Esto plantea la utilidad de examinar los financiamientos intragrupos en los que los créditos bancarios son distribuidos por el holding y aparecen como préstamos del grupo y asociados en las cuentas de las filiales.

#### c. La emisión de títulos de deuda: papel comercial y obligaciones.

El papel comercial contribuye débilmente al financiamiento de las empresas pues el monto mínimo de emisión es elevado y está entonces reservado a algunas de las más grandes pme.

En cambio la emisión de obligaciones contribuye significativamente al financiamiento de las GE. En promedio ponderado su peso en el balance de estas empresas es de 5% en el periodo de 1987-1996.

#### d. Préstamos del grupo y asociados.



Por otra parte los préstamos del « grupo y asociados » representan en valor de la mediana a lo largo de 1987-1996, para el conjunto de empresas de todo tamaño, alrededor de 3% del balance.

Pueden distinguirse en cuanto a la importancia de este medio de financiamiento, por una parte las GE y muy GE, en las que represento en promedio de la mediana durante el periodo de estudio, respectivamente 5% y 9%, y por otra parte, las muy pe, las pe y las me en las que significo respectivamente, 3,5%, 2,2% y 2,5%.

En 1995 el valor de este medio de financiamiento en mediana para los tamaños muy pe, pe, me, GE y muy GE represento respectivamente: 2,9%, 2,0%, 2,9%, 6,2% y 9,5%.

Con excepcion de las muy pe este medio de financiamiento aparece entonces claramente ligado al tamaño de la empresa.

Este financiamiento se sustituye en el periodo estudiado al financiamiento bancario y tiene un papel mas importante que este último en las muy GE francesas lo que refleja una tendencia general de los principales grupos industriales.

Se observo en este periodo una progresion del financiamiento a través de filiales financieras (holdings), las cuales obtienen recursos de manera directa en los mercados nacionales e internacionales y los transfirieren al grupo alimentando así el financiamiento interempresas.

El crédito Interempresas es un medio de financiamiento que comprende los financiamientos aportados y recibidos lo que hace significativo su saldo. Este saldo muestra en las GE (sobretudo las más grandes) francesas generalmente una posición de prestadoras netas (proveen mas fondos a las filiales de los que reciben). Las empresas medianas no se benefician de préstamos del grupo, las muy pe son deudoras netas.

Los saldos netos en 1996 representaron en mediana y en porcentaje del balance respectivamente para las muy pe, las pe, me, GE y muy GE: 2,0%, 1,0%, 0,03%, -1,0% y 0,02%.

#### e. El crédito Comercial.

El credito comercial es utilizado de manera importante en Francia. En mediana durante el periodo de estudio, para el conjunto de empresas represento en el total del balance 23%, es decir, más del doble del endeudamiento bancario.

La importancia del crédito comercial varía según el tamaño de la empresa disminuyendo con el tamaño. En 1995, representó en mediana, para las muy pe, pe, me, GE y muy GE, respectivamente, 26%, 25%, 20%, 16% y 13% del balance.

El saldo del crédito comercial muestra que la mayoría de las empresas están en posición de otorgantes netas de crédito (deudas menos créditos comerciales), en mediana el saldo negativo varía entre 8 y 10% para el conjunto de empresas. En 1995 fue para las muy pe, pe, me, GE y muy GE, respectivamente, -8,5%, -9,2%, -9,0%, -7,8% y -3,2%.

Puede deducirse que si las empresas tienen dificultades en obtener crédito bancario recurren al crédito proveedores.

### C. Como se financian las empresas industriales en Francia ?

Las empresas industriales francesas se financian prioritariamente mediante deuda, cuya participación en el balance supera en una relación de dos a uno a la de los capitales propios. Tamaño y participación de deuda y capitales propios están ligados respectivamente, de manera inversa y directa.

Las diferencias a partir del tamaño en los niveles de endeudamiento total y de capitales propios son reducidas, lo que oculta diferencias importantes en la utilización del crédito bancario, el cual guarda una relación de cuatro a uno al comparar muy pe y muy GE; en la emisión de títulos, que es prácticamente insignificante en las pme; en la utilización del crédito proveedores, cuya participación en las muy pe y pe representa alrededor del doble respectivamente de las GE y muy GE, y en los préstamos intragrupos, en los que la utilización en las pe es igual a la cuarta parte de la de las muy GE.

Al confrontar los elementos que componen los capitales propios y la deuda total aparece una jerarquía para el conjunto de las empresas que en orden decreciente, a partir de la mediana, según su importancia en el balance durante el período estudiado es la siguiente: Crédito comercial (23%), reservas (18%), crédito bancario (12%), capital suscrito (8%), préstamos intragrupos (3%) y emisión de títulos.

Al eliminar los créditos comerciales e intragrupos cuyos saldos netos son negativos o poco significativos, se observa que la principal fuente de financiamiento para el conjunto de las empresas industriales francesas es el **autofinanciamiento via la acumulacion de beneficios, seguida del crédito bancario y los aportes de capital de los socios.**

El análisis que distingue el comportamiento de financiamiento según el tamaño de la empresa permite plantear una jerarquía diferente para las muy pe y pme por un lado, y las GE y muy GE, por otro lado :

En las muy pe y pme la jerarquía que permiten establecer los datos expuestos sobre sus fuentes de financiamiento, es la siguiente en orden decreciente :

Reservas (20,3%), Crédito proveedores(23,7%), Deuda bancaria (10,13%), Capital suscrito (8,1%) y Préstamos del grupo (2,73%). Al eliminar el crédito comercial y los préstamos intergrupos cuyo saldo se aproxima a cero, se obtiene la jerarquía siguiente : **Reservas de capital, deuda bancaria y capital suscrito.**

Esta última jerarquía en las fuentes de financiamiento debe compararse con la obtenida para las GE y muy GE : Reservas de capital (23,5%), crédito comercial (14,5%), capital suscrito (9,25%), préstamos del grupo (7%), obligaciones (5%) y deuda bancaria (4%).

Una vez eliminados el crédito comercial e intragrupos y los préstamos intergrupos se obtiene la jerarquía siguiente : **Reservas, capital suscrito, obligaciones y deuda bancaria.**

El análisis por tamaño revela que : a) El crédito bancario es la principal fuente de financiamiento externo en las muy pe y pme ; mientras que en las GE y muy GE lo es el aporte de los socios en forma de capital ; b) que el autofinanciamiento mediante retención de beneficios es la vía de financiamiento principal en los diferentes tamaños de empresa y c) que el financiamiento mediante emisión de títulos de obligaciones supera el aporte del crédito bancario al financiamiento de las GE.

Las empresas industriales francesas se financian prioritariamente mediante autofinanciamiento y las necesidades de financiamiento externo son cubiertas principalmente mediante deuda bancaria en las mipymes y mediante el aporte de los socios y la emisión de obligaciones en las GE y muy GE.

es el endeudamiento. Sin embargo, al precisar las distintas modalidades de deuda aparecen diferencias que, aunque moderadas, particularizan los comportamientos de financiamiento según el tamaño. Respondemos entonces a la pregunta sobre

como se financian las empresas industriales en Francia distinguiendo entre GE y pme. Haremos referencia, a menos que se indique lo contrario, al porcentaje que representa en el balance la mediana de los datos.

En cuanto a las GE y las muy GE puede afirmarse que su principal fuente de financiamiento externo son los Capitales Propios (CP) y dentro de éstos, las reservas de capital. Para 1995 los capitales propios representaron en el balance de las GE 38% y en el de las muy GE 34%, mientras que sus elementos componentes, capital suscrito y reservas, representaron, 10% y 22,5% para las GE y 8,2% y 24,5% para las muy GE. El autofinanciamiento es entonces preponderante.

La segunda fuente de financiamiento más importante de las GE y muy GE en Francia es el crédito comercial. Este represento en 1995, respectivamente 16% y 13% del balance. Sin embargo el saldo neto, deudas menos créditos, es negativo : en 1995 para GE y muy GE represento, respectivamente, -7,8% y -3,2%.

Tercer fuente de financiamiento en importancia, los préstamos del « grupo y asociados » representaron para 1995 en las GE y muy GE, respectivamente 6,2% y 9,5%.

Enseguida se sitúa la emisión de obligaciones, que represento para las GE en promedio ponderado, 5% del balance en el periodo de 1987-1996.

Los créditos bancarios aparecen solo en un quinto lugar entre las fuentes de financiamiento de las GE y muy GE. Para 1995 representaron en el balance, 5,2% y 2,8% respectivamente. Este crédito es mayoritariamente de CP y significa para esas empresas respectivamente, 3,7% y 2,2% en promedio de la mediana durante el periodo 1985-1996.

En lo que concierne al comportamiento de financiamiento de las PME, la principal fuente de financiamiento son también los capitales propios, en 1995 representaron en el balance respectivamente para las muy pe, pe y me, 30,0%, 31,7% y 34,3%. Al interior de los capitales propios, el capital suscrito para el mismo año, represento respectivamente, 7,8%, 7,6% y 8,8%. Los valores correspondientes a la participación de las reservas fueron de 19%, 21% y 21,0%.

El segundo modo de financiamiento en importancia para estas empresas es el crédito comercial, el cual represento en 1995 para las muy pe, pe y me, respectivamente, 26%, 25% y 20%. El saldo neto es sin embargo negativo, para 1995 represento para muy pe, pe y me, respectivamente, -8,5%, -9,2% y -9,0%.

El crédito bancario constituye la tercer fuente más importante de financiamiento de las pme. En 1995 represento, para las muy pe, pe y me, respectivamente, 9,8%, 11,0% y 9,6%. La participación del crédito a LP es predominante en el total del crédito bancario a las pme, este plazo represento en el balance para 1995, en mediana, 4,8%, 6,2% y 4,8% respectivamente.

Los préstamos del grupo y asociados representaron la cuarta fuente de financiamiento para las pme, en 1995, tuvieron un peso en el balance igual a 2,9%, 2,0% y 2,9%, para muy pe, pe y me, respectivamente.

Finalmente la emisión de títulos de deuda de cp y de obligaciones no fue significativa en tanto que fuente de financiamiento para el conjunto de pme francesas en el periodo estudiado.

Las empresas francesas privilegian entonces el endeudamiento, sin embargo al confrontar el peso de los CP y los distintos modos de endeudamiento aquellos resultan superiores al endeudamiento financiero (via crédito - bancario o intragrupo o via emisión de títulos) y al endeudamiento comercial.

El endeudamiento disminuye con el tamaño lo que implica un aumento de los capitales propios. Autonomía financiera y tamaño están así estrechamente ligados en el financiamiento de las empresas francesas.

## **II. Características del comportamiento de financiamiento de las empresas industriales en Alemania.**

En la exposición de las características del comportamiento de financiamiento de las empresas industriales alemanas seguiremos la secuencia siguiente : describiremos primero las características tradicionales del financiamiento de las empresas alemanas (A), enseguida, mostraremos la importancia relativa de las diferentes fuentes de financiamiento (B), y finalmente responderemos brevemente a la pregunta siguiente : Como se financian las empresas industriales en Alemania ? (C).

### **A. Características tradicionales del financiamiento de las empresas alemanas.**

Pueden mencionarse como características tradicionales del comportamiento de financiamiento de las empresas industriales alemanas, la estabilidad de la composición de su financiamiento ante las oscilaciones de la actividad económica, su articulación estrecha al sistema bancario, la importante heterogeneidad de las estructuras financieras al distinguir por tamaños y al interior de cada tamaño de empresa, y la importancia fundamental de los montos acumulados por las GE y muy GE mediante el sistema de retiro.

También deben señalarse el carácter primordialmente intermediado de su endeudamiento financiero, la relación inversa entre tamaño y peso del endeudamiento y la progresión de las participaciones de los capitales propios y de las provisiones que acompaña el aumento del tamaño de la empresa.

Las diferencias significativas en las estructuras financieras de los diferentes tamaños de empresa obedecen principalmente al rol del crédito bancario y de las provisiones para el retiro, y justifican ampliamente la exposición de las características financieras de las empresas alemanas a partir de la distinción por tamaño de empresa.

## **B. Importancia relativa de las diferentes fuentes de financiamiento de las empresas industriales alemanas.**

Como en el caso de las empresas francesas expuesto más arriba, distinguiremos inicialmente en el análisis de la importancia relativa de las fuentes de financiamiento de las empresas industriales alemanas, capitales propios y endeudamiento total y enseguida, dentro de éste último los diferentes tipos de deuda. Haremos referencia también principalmente a la mediana de los datos.

### a. Los capitales propios.

Distinguimos en el análisis del rol de los capitales propios en el financiamiento de las empresas industriales alemanas, su peso en el balance del conjunto de empresas, su importancia según el tamaño de las empresas y la importancia de sus elementos constitutivos, capital suscrito y reservas.

#### a.1. Peso en el Balance.

Los capitales propios representaron, en promedio ponderado para el conjunto de las empresas industriales alemanas en el período 1987-1995, un porcentaje estable de 31%. En términos de mediana, este ratio se mantuvo en 16%.

#### a.2. Análisis por tamaño de empresa.

El análisis por tamaño del ratio capitales propios / Total del Balance de las empresas industriales alemanas pone en evidencia una divergencia significativa entre las estructuras financieras de las pme y GE.

Las pme están mucho menos capitalizadas, por ejemplo, durante 1995, las muy pe alemanas dispusieron de 10% de capitales propios en el balance, las pe de 12,7%, las me de 20,5%, las GE de 28,5% y las muy GE de 31,5%. Es decir, que en este año la relación de este ratio entre muy GE y muy pe fue de tres veces a uno.

En el periodo de estudio se observa además que las muy pe debilitan su autonomía financiera ligeramente, mientras que la de las GE mejora lo que evidencia una tendencia a la polarización de las estructuras financieras de las empresas industriales alemanas.

Esta importante diferencia en el ratio de capitales propios entre pme y GE refleja como lo veremos más adelante la importancia, respectivamente, de la utilización del crédito bancario y de las provisiones por retiro.

#### a.2. Composición de los Capitales Propios: Capital Suscrito y Reservas.

El peso del capital suscrito en el total del pasivo puede considerarse como un indicador del grado de acceso al mercado de capitales. La mediana de este ratio para el conjunto de empresas evoluciona en el periodo 1987-1995 entre 8% y 7%. Se observan además diferencias significativas en función del tamaño: para el año 1995 los porcentajes respectivos de las muy pe, pe, me, GE y muy GE, fueron de 6%, 5%, 9,5%, 14,0%, 12,0%. Se observa entonces la misma característica que en el caso de Francia: aún cuando el peso de los capitales suscritos aumenta con el tamaño, en las GE es superior al de las muy GE.

La acumulación de reservas en las empresas alemanas tiene también una relación directa con el tamaño (en pe y me son superiores a las muy pe). En mediana para el conjunto de empresas su peso en el balance es aproximadamente 6% en el periodo 1987-1995. En este último año, los valores respectivos para muy pe, pe, me, GE y muy GE fueron de 1,5%, 4,5%, 7,2%, 12,0% y 16,5%.

#### b. El endeudamiento.

b.1. El Endeudamiento Total (préstamos bancarios, deuda comercial, préstamos del grupo y asociados y otras deudas).

En mediana el peso del endeudamiento total en el balance del conjunto de las empresas industriales alemanas represento en el periodo 1987-1995 aproximadamente 67%. En conjunto el valor de la mediana del endeudamiento es entonces muy superior a los capitales propios.

El analisis por tamaño muestra diferencias importantes en el nivel de endeudamiento total, así en 1995 los porcentajes respectivos de las muy pe, pe, me, GE y muy GE fueron los siguientes: 80,0%, 73,0%, 61,0%, 44,0% y 30,0%. Esta reducción del endeudamiento cuando aumenta el tamaño es el reflejo del peso importante de los capitales propios y de la gran autonomía financiera de las GE alemanas.

b.2. La Deuda Bancaria.

b.2.1. Peso en el balance de la deuda bancaria.

En el caso de Alemania el promedio ponderado del peso de la deuda bancaria en el balance para el conjunto de empresas, disminuye ligeramente de 9% en 1987 a 7% en 1995. Sin embargo, cuando se considera la mediana, el endeudamiento es más elevado y progresa de 17% en 1987 a 19% en 1995.

Un análisis por tamaño muestra que las muy GE no dependen prácticamente de los bancos, su deuda bancaria representa en el balance 2.5% en promedio y 1.5% en mediana en 1995. En cambio en las pme la deuda bancaria tiene un peso elevado y se inscribe en este periodo en un proceso de intermediación creciente.

Los valores en mediana en el año 1995 para las muy pe, pe, me y GE fueron respectivamente de 21,0%, 23,0%, 17,0%, 5,0%. Para las pme puede plantearse que el crédito bancario es la fuente más importante de financiamiento.

En cambio las más GE utilizan muy poco el crédito bancario, lo reducen en el periodo y se dirigen a fuentes de financiamiento alternas (principalmente financiamiento interno y acceso directo a los mercados financieros).

b.2.2. La estructura de la deuda bancaria.



Al analizar la estructura de la deuda bancaria se observa que los préstamos a corto plazo son una importante fuente de financiamiento para las pme. Aún cuando una cuarta parte de las pe no lo utilizan, la mediana revela la importancia de los montos acumulados de crédito bancario a cp en el total balance (aproximadamente 8% en promedio de la mediana en el periodo). Este dato muestra que la dispersión al interior de este tamaño de empresa es considerable.

Al contrario, las GE y muy GE alemanas utilizan poco el crédito a cp, en 1995 el valor de su peso en el balance en mediana fue de solo 1, 7% y 0,5%, respectivamente, mientras que para las muy pe, pe y me fue de 9,2%, 9,5% y 6,5%.

Independientemente del tamaño, los préstamos bancarios a cp han sido mucho más sensibles a las fluctuaciones coyunturales que los de LP. Esto se explica por la necesidad de compensar la escasez temporal de liquidez ligada al desarrollo del ciclo de explotación y hace aparecer al crédito a cp como el principal medio de seguridad del sistema financiero, en particular para las pme (a través de líneas permanentes de crédito o crédito global de explotación).

Los préstamos a LP tienen una importancia menor para las empresas alemanas, solo es significativo para las pme en las que alcanza en mediana 4% del balance, siendo prácticamente inexistente en los casos de las muy GE y muy pe (la mitad de estas últimas no utilizan el crédito de mediano y LP).

Durante los 90's las empresas reducen su endeudamiento intermediado a cp debido a que las tasas del mercado monetario superan a las del financiamiento a LP en este periodo de desaceleración económica.

Estas observaciones muestran que en el segmento de las muy pe alemanas coexisten estructuras financieras que divergen considerablemente. El problema de un endeudamiento bancario elevado se concentra en una fracción de empresas de ese tamaño, al mismo tiempo una amplia proporción de estas empresas presenta una elevada autonomía ante los bancos.

Existe entonces una gran heterogeneidad de las estructuras financieras de las empresas industriales alemanas al distinguirlas por tamaños y también al interior de cada tamaño de empresa.

### c. El financiamiento mediante Obligaciones.

El ratio obligaciones / total de balance confirma que el sistema de financiamiento de las empresas está fuertemente orientado hacia los bancos pues este ratio tiene un

valor no significativo. Este tipo de financiamiento se concentra en un muy pequeño número de GE (lo que se explica por el costo elevado de las emisiones) las cuales utilizan esta vía de financiamiento para compensar la escasez conyuntural de liquidez. El peso de las obligaciones en el balance de las GE es en promedio en el periodo de 0,5%.

d. Préstamos del grupo y asociados.

En las GE, los préstamos acordados por el grupo y asociados crecieron aceleradamente durante este periodo lo que evidencia una sustitución acelerada de los créditos bancarios por el financiamiento intragrupos. En consecuencia la importancia de éstos últimos es superior a la del financiamiento bancario. En las muy GE represento en el periodo 5% del balance en mediana.

Esta es una tendencia general en las muy GE (principales grupos industriales). Mas precisamente, las empresas con actividad internacional han preferido cubrir parcialmente sus necesidades de financiamiento mediante la creación de holdings (filiales financieras), las cuales obtienen recursos en los mercados monetarios y financieros nacionales e internacionales transfiriéndolos en el seno del grupo sin utilizar a los intermediarios financieros (IF) tradicionales.

En relación al saldo neto de deudas menos créditos con el grupo y los asociados respecto al total del balance, las GE y muy GE son generalmente prestadoras netas, proveen mas fondos de los que reciben via las filiales. Entre las pme, aunque se observan diferencias, este saldo es practicamente nulo.

e. El crédito comercial.

El peso de los créditos comerciales en el total del balance para el conjunto de empresas represento en el periodo de estudio 12% (mediana). Esta participación modesta esta ligada a la facilidad de obtención del crédito bancario a cp en Alemania.

Sin embargo el crédito comercial es una fuente mayor de cobertura de necesidades de financiamiento de las mas pequeñas empresas alemanas. En mediana representaron en el periodo 16%, contra 6% para las muy GE. Su importancia varia entonces inversamente con el tamaño.

Se observa en el periodo estudiado una tendencia general a la reducción de la cuenta proveedores para todos los tamaños, ligada a la reducción de la actividad económica y a una mayor prudencia motivada por el aumento del número de quiebras de empresas.

La deuda con proveedores para el año 1995 representó en mediana en el balance, para las muy pe, pe, me, GE y muy GE, respectivamente, 16%, 14%, 10%, 8% y 6%.

Puede concluirse que en Alemania el crédito comercial juega un rol más importante que el crédito bancario en el financiamiento de cp para las grandes empresas.

#### f. Las Provisiones por riesgos y cargos.

La participación elevada de las Provisiones por riesgos y cargos en el balance evidencia su gran importancia en tanto que fuente de financiamiento para las grandes y muy GE en Alemania.

Para el conjunto de las empresas industriales alemanas las provisiones en mediana representaron durante el periodo 12% del balance. Mientras que para las GE y muy GE su peso aproximado fue de 23,0% y 30,0% respectivamente. Para estas empresas la importancia de las provisiones se equipara a la de los fondos propios y a la del endeudamiento. Este dato es revelador de la muy grande autonomía financiera de este tipo de empresas.

Existe sin embargo una gran dispersión en función del tamaño en cuanto a la importancia de las provisiones por riesgos y cargos. En las pme (hasta 499 empleados) esas provisiones en el periodo tienen un peso débil.

Para 1995 en mediana, las provisiones por riesgos y cargos representaron en el balance, respectivamente para las muy pe, pe, me, GE y muy GE, aproximadamente 6%, 10%, 15%, 23% y 31,5%.

Un elemento explicativo de esta diferencia es el sistema de retiro que representa un importante instrumento de financiamiento para aquellas empresas cuyo tamaño les permite desarrollar un sistema de aprovisionamiento de riesgos para este fin lo que conduce a una muy fuerte concentración de las provisiones en las GE y muy GE.

Las provisiones constituyen un elemento de estabilización esencial en el financiamiento de las empresas alemanas ya que una buena parte (las provisiones para retiro) están a su disposición a fines de financiamiento interno.

### **C. Como se financian las empresas industriales en Alemania ?**

Puede plantearse que la especificidad del financiamiento de las empresas industriales alemanas obedece a dos características particulares del sistema de financiamiento empresarial alemán: La estrecha imbricación empresa - sistema bancario, y el sistema de registro contable de provisiones para el retiro.

Ambas características se reflejan en los rasgos mayores del financiamiento empresarial alemán: la elevada dependencia de las pme respecto al crédito bancario, la significativa heterogeneidad de esas estructuras entre los diferentes tamaños de empresa y la gran autonomía financiera de las GE y muy GE.

El conjunto de estos rasgos particulares del comportamiento de financiamiento de las empresas alemanas explica la remarcable estabilidad de sus estructuras financieras ante las variaciones del nivel de actividad económica.

El financiamiento del conjunto de las empresas industriales alemanas se apoya en participaciones similares de los capitales propios, el endeudamiento y las provisiones por riesgos y cargos, entre las cuales destacan las provisiones para el retiro.

El peso de estas diferentes fuentes se modifica considerablemente cuando se analiza la estructura financiera por tamaño de empresa, lo que conduce a una gran heterogeneidad de las estructuras financieras.

Mientras que las muy pe, y pme se apoyan de manera importante en el crédito bancario, sobretodo de corto plazo, y en el crédito proveedores, las GE y muy GE utilizan muy poco estos modos de financiamiento. El endeudamiento de éstas últimas se realiza básicamente mediante préstamos intragrupo y vía holdings que captan recursos directamente en los mercados, mientras que el endeudamiento mediante obligaciones resulta no significativo.

Al contrario, los capitales propios son menos importantes en las muy pe y pme; la proporción respecto a su peso en las GE y muy GE es de 1 a 3. Lo mismo sucede con las provisiones por riesgos y cargos, y particularmente con las provisiones para el retiro. Esta es la fuente principal de financiamiento de las muy GE, mientras que es poco significativa en las muy pe y pme.

El fácil acceso al crédito bancario y la importancia de las provisiones contribuyen a la estabilidad de la participación de los capitales propios.

En conclusión, las empresas industriales alemanas utilizan en conjunto, de manera similar el financiamiento por capitales propios, endeudamiento y mediante provisiones pero distinciones importantes existen entre los tamaños de empresa. Los capitales propios y las provisiones son fundamentales para las GE y muy GE, mientras que el crédito proveedores y bancario son fundamentales para las muy pe y pme.

## **Conclusiones**

Peso del endeudamiento superior al de los capitales propios en ambos casos.

Existencia de provisiones aspecto particular a Alemania.

Relación con estructura del SF

Rol del crédito a cp

Independencia y fondos para el retiro.

Estabilidad de la estructura financiera.