

gestión

Revista de Economía

5

**Valoración de las Empresas Privatizadas:
Calculo del Premio Bursátil basado
en la vigencia de la opción Greenshoe.**

**Situación actual y perspectivas del
Impuesto sobre Sucesiones y
Donaciones.**

15

23

Entrevista: Esther Ortiz Martínez.

**Gobierno Corporativo y Desempeño
Financiero: un estudio empírico.**

31

46

**Jornadas Profesionales Economía
y Empresa. 2006**

37

JUL 06 - S

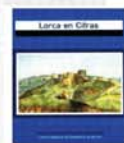
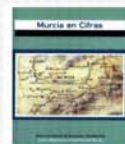


DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y PLANIFICACIÓN

Centro Regional de Estadística de Murcia

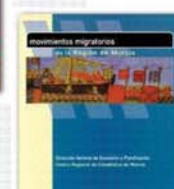
Estadísticas de síntesis

Anuario Estadístico de la Región de Murcia
Región de Murcia en Cifras
Murcia en Cifras
Cartagena en Cifras
Lorca en Cifras



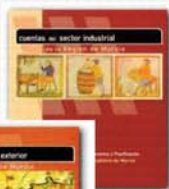
Estadísticas demográficas

Padrón Municipal de Habitantes de la Región de Murcia
Movimiento Natural de la Población de la Región de Murcia
Estadísticas Básicas de Mortalidad de la Región de Murcia
Movimientos Migratorios de la Región de Murcia



Estadísticas económicas

Anuario de Comercio Exterior de la Región de Murcia
Cuentas del Sector Industrial de la Región de Murcia
Cuentas de las Administraciones Públicas de la Región de Murcia



Servicio de Estudios y Coyuntura Económica

Cuadernos de Economía Murciana
Análisis Económico Financiero de las Empresas de la Región de Murcia
Gaceta Económica



Otras publicaciones

Evolución del tejido empresarial en la Región de Murcia 1996-2000
La competitividad de la empresa: un estudio empírico en la Pyme de la Región de Murcia



EDITA:

Ilustre Colegio de Economistas
de la Región de Murcia

DIRECTOR:

Salvador Marín Hernández

COLABORADORES REDACCIÓN:

Carmen Corchón Martínez
Isabel Teruel Iniesta

CONSEJO EDITORIAL:

*Decanato del Ilustre Colegio de Economistas
de la Región de Murcia

*Decanato de la Facultad de Economía y
Empresa de la Universidad de Murcia

*Director del Servicio de Estudios de Cajamurcia

*Director de la Revista

IMPRIME: Pictografía, S.L.

DEPÓSITO LEGAL: MU-520-1997

ISSN: 1137-6317

GESTIÓN –REVISTA DE ECONOMÍA–,
no se identifica necesariamente
con las opiniones expuestas por los
autores de artículos o trabajos firmados.

4 Editorial**5** Colaboración:

Valoración de las Empresas Privatizadas: Cálculo del Premio
Bursátil basado en la vigencia de la opción Greenshoe

Victoria Ferrández Serrano
y **José Francisco González Carbonell**

15 Colaboración:

Situación actual y perspectivas del Impuesto sobre
Sucesiones y Donaciones

María José Portillo Navarro

23 Entrevista:

Esther Ortiz Martínez

Directora General de Economía y Planificación de la CARM

31 Colaboración:

Gobierno Corporativo y Desempeño Financiero:
un estudio empírico

M. V. López Pérez, A. García Santana
y **L. Rodríguez Ariza**

44 Nuestro Colegio:

- “Firma Convenio de Colaboración Colegio de Economistas – Círculo de Economía de la Región de Murcia”
- “El Colegio de Abogados de Murcia concede una distinción al Colegio de Economistas de la Región de Murcia”
- “Jornadas Profesionales Economía y Empresa. 2006”

47 Información Actual:

- Economía se concede seis meses para pactar la nueva ley contable
- Las nuevas carreras durarán cuatro años y las diseñarán las universidades
- Empresas, tranquilidad, la nueva contabilidad será fácil de aplicar
- Las empresas familiares facturan el equivalente al 70% del PIB español
- Las constructoras ganan el primer pulso a la nueva contabilidad internacional
- Padre de los créditos y su Grameen Bank, Nobel de la Paz

53 Internet y los Economistas: Direcciones**53** Reseña Literaria

Editorial

Esta edición la dedicamos, en un primer momento, a tres aspectos de gran interés y actualidad para el Economista como son la valoración, el impuesto sobre sucesiones y donaciones y el gobierno corporativo. Estas colaboraciones, realizadas por excelentes profesionales e investigadores de prestigio, que han sabido conjugar a lo largo de su carrera el binomio de la vinculación sociedad-universidad, nos ponen de manifiesto que la profesión de Economista está en constante actualización y afrontando con rigor los retos y oportunidades a las que se enfrenta. En primer lugar Fernández y González, de la Universidad Miguel Hernández de Elche, nos muestran la vigencia de la opción Greenshoe a la hora de calcular el premio bursátil, que es la herramienta que mide la percepción de los inversores a cerca de la infravaloración o sobrevaloración con la que se han vendido las empresas públicas. En segundo lugar, la profesora Portillo, como en ella es habitual nos argumenta desde el punto de vista teórico pero apoyándose en claros ejercicios prácticos la vigencia del impuesto sobre sucesiones y donaciones, su diversa situación a lo largo de las diferentes comunidades autónomas y que se puede esperar en el futuro. En último lugar, los investigadores López y Rodríguez de la Universidad de Granada; y García, de la Universidad de Las Palmas, analizan sobre una base homogénea de empresas cotizadas y no cotizadas si la adopción de prácticas de buen gobierno produce

efectos en la gestión empresarial. Para ello trabajan sobre algunos indicadores económico-financieros que habitualmente se emplean para medir el desempeño empresarial y sus variaciones, con el objeto de comprobar si se producen diferencias significativas.

Por otra parte, y con el formato de entrevista, la Directora General de Economía y Planificación de la CARM, la Dra. Esther Ortiz Martínez, nos ofrece un amplio detalle de la economía regional, nacional e incluso internacional.

En el apartado de nuestro colegio destacamos la firma de acuerdos con otras entidades, el reconocimiento de la profesión por parte de nuestros compañeros abogados así como el contenido de las Jornadas de Economía y Empresa, a celebrar en noviembre, con una amplia representación de profesionales de prestigio del ámbito de nuestra profesión.

Como es habitual información actual y variada, direcciones de internet y reseñas concluyen la edición.

Esperando que sea de vuestro agrado, recibir un cordial saludo de todo el Consejo Editorial de la Revista y de la Junta de Gobierno del Colegio de Economistas de la Región de Murcia.

Salvador Marín-Director



VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS: CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL BASADO EN LA VIGENCIA DE LA OPCIÓN GREENSHOE

Victoria Ferrández Serrano - José Fco. González Carbonell

Universidad Miguel Hernández

RESUMEN

El objetivo principal de nuestro trabajo se basa en una propuesta de modelo de cálculo de premio bursátil en las Ofertas Públicas de Venta (OPV) realizadas para la privatización de las empresas públicas. Con este instrumento se pretende evaluar la opinión que tiene el mercado respecto a la valoración realizada por el Estado para la venta de las entidades públicas. Para evitar posibles distorsiones en los resultados, se debe tener en cuenta la existencia de una medida estabilizadora basada en una opción de compra conocida como Greenshoe, que permite rectificar la tendencia en la fluctuación de la cotización de las acciones tras la ejecución de una OPV. Por tanto, el presente trabajo tiene en cuenta la vigencia de la opción Greenshoe a la hora de calcular el premio bursátil, que es la herramienta que mide la percepción de los inversores a cerca de la infravaloración o sobrevaloración con la que se han vendido las empresas públicas.

PALABRAS CLAVES: Valoración de empresas, Privatización, Oferta Pública de Venta (OPV), Opción de Compra, Premio Bursátil.

1. INTRODUCCIÓN

La privatización es el instrumento que convierte el traspaso de la propiedad pública al sector privado en una fórmula para mejorar la eficiencia y la competitividad de las empresas estatales dentro del contexto económico actual. A escala mundial, la modernización del sector público empresarial se ha utilizado con el fin de adaptar la gestión pública a unos mercados cada vez más globales y cambiantes.

Sin embargo, no hay que olvidar la polémica social que rodea a todo proceso privatizador, por ello, para un gobierno que decide llevar a cabo un

programa de privatizaciones, el éxito del proceso implicará un elevado reconocimiento público, y el fracaso un alto coste político.

La aceptación de los títulos privatizados en el mercado de capitales, es esencial para lograr la plena colocación de la oferta y el éxito de la privatización. La aprobación del mercado viene directamente relacionada con la percepción que los inversores tienen sobre la valoración de la empresa privatizada que ha realizado el Estado, por lo que el premio bursátil es la variable que va a cuantificar el grado de infravaloración o sobrevaloración detectado por el mercado en la venta de las empresas públicas.

Es destacable que la mayoría de textos que abordan el cálculo del premio bursátil, están basados en la comparación entre el precio institucional de venta y la cotización de las acciones, teniendo como referencia un periodo temporal determinado, sin embargo, pensamos que puede ser oportuno proponer un modelo de cálculo de premio bursátil cuya una referencia se base en la vigencia de una acción estabilizadora que las entidades emisoras disponen para controlar la cotización de las acciones durante los primeros días de negociación.

El instrumento financiero que el mercado facilita es la opción Greenshoe o acción de sobreadjudicación, basada en una opción de compra que concede la entidad emisora al sindicato de colocación, con el fin de estabilizar la cotización de las acciones privatizadas en el Mercado de Valores. Para conseguir el objetivo de nuestro trabajo es primordial el estudio en profundidad de la acción de sobreadjudicación, siendo destacable la ausencia de datos publicados y de referencias bibliográficas sobre el funcionamiento y tratamiento

El instrumento financiero que el mercado facilita es la opción Greenshoe o acción de sobreadjudicación, basada en una opción de compra que concede la entidad emisora al sindicato de colocación, con el fin de estabilizar la cotización de las acciones privatizadas en el Mercado de Valores.



Llegados a este punto, consideramos oportuno advertir, que con la propuesta de cálculo que vamos a analizar, no intentamos presentar un modelo monolítico, sino simplemente aportar un elemento de juicio más al servicio de la opinión pública.

VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS: CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL BASADO EN LA VIGENCIA DE LA OPCIÓN GREENSHOE

El premio bursátil es la variable que estudia la percepción que tienen los inversores del valor de la empresa en relación con el precio institucional de venta determinado en el diseño de una OPV.



Al mismo tiempo, se puede considerar que la metodología de cálculo en un espacio de tiempo demasiado corto tiene un inconveniente adicional, ya que los resultados pueden verse alterados significativamente por la existencia de medidas de estabilización que influyen en la cotización de las acciones durante los primeros días de negociación y afectan, por tanto, a los resultados de cualquier modelo de cálculo de premio bursátil.

de la opción Greenshoe en el proceso privatizador español, situación que nos ha obligado a realizar la recopilación de toda la información necesaria sobre la medida estabilizadora, recurriendo a las sociedades estatales emisoras¹ y a las propias empresas privatizadas.

Para conseguir desarrollar los anteriores conceptos de forma ordenada y comprensible, se ha optado por dividir el trabajo en cuatro partes, en la primera analizaremos el premio bursátil como instrumento capaz de medir la opinión que el mercado tiene sobre el precio de venta de una empresa pública, así como los distintos modelos de cálculo existentes; en la segunda parte nos centraremos en el estudio de la opción Greenshoe y en la presencia de la medida estabilizadora en las privatizaciones españolas. La tercera parte consistirá en la formulación del modelo de cálculo propuesto y, finalmente en la cuarta aplicaremos al modelo toda la información para obtener el premio bursátil de las privatizaciones españolas según la vigencia de la opción Greenshoe. Dejando para el último epígrafe las conclusiones más relevantes de nuestro trabajo.

Llegados a este punto, consideramos oportuno advertir, que con la propuesta de cálculo que vamos a analizar, no intentamos presentar un modelo monolítico, sino simplemente aportar un elemento de juicio más al servicio de la opinión pública.

2. EL PREMIO BURSÁTIL

El premio bursátil es la variable que estudia la percepción que tienen los inversores del valor de la empresa en relación con el precio institucional de venta determinado en el diseño de una OPV. En el caso de las privatizaciones evalúa la impresión del mercado sobre la valoración de las empresas públicas llevada a cabo por el Estado para su traspaso a manos privadas.

Análiticamente se define como el porcentaje de apreciación o depreciación sufrido por la cotización de las acciones privatizadas con respecto al precio institucional de venta durante un periodo de referencia tras el ejercicio de la OPV. Con el fin de evitar distorsiones en los resultados motivadas por la evolución de la Bolsa y ajenos a los

valores privatizados, el porcentaje deberá ser ponderado por la apreciación o depreciación de un índice bursátil como indicador de la propia tendencia del mercado.

Una vez que se ejecuta la OPV los valores comienzan a negociarse libremente en el mercado, si las acciones cotizan al alza significa que los inversores perciben una infravaloración en el precio institucional de venta, el premio bursátil será positivo, por tanto, el mercado considera que el Estado ha vendido la empresa por debajo de su valor con el fin de lograr un éxito político. Si por el contrario el mercado considera que la empresa está sobrevalorada, es decir, que el precio determinado en la oferta es excesivo, el valor de las acciones caerá tras la ejecución de la operación, resultando un premio bursátil negativo, situación que perjudica a la política privatizadora afectando negativamente a operaciones futuras.

El origen de la discusión sobre el cálculo del premio bursátil, reside en un aspecto que la propia definición no acota: el periodo de referencia. Es decir, cuanto tiempo se debe dejar al mercado para que se forme una opinión a cerca de la valoración realizada en la OPV, o dicho de otro modo, la cotización de que día es la significativa para medir el grado de satisfacción de los inversores con respecto al precio institucional.

Los primeros análisis para el cálculo del premio bursátil fueron los realizados por Kay y Thomson (1986), Vickers y Yarrow (1988) para Gran Bretaña. Ambos trabajos seguían un modelo de cálculo basado en el estudio del premio bursátil obtenido a partir de la cotización de las acciones al cierre del primer día de negociación después de la ejecución de la OPV. Posteriormente, Jenkinson y Mayer (1994) abogaron por la ampliación del periodo y comenzaron a utilizar la metodología de cálculo del premio bursátil tras la primera semana de cotización de las acciones.

En España, son relativamente pocos los trabajos que examinan el precio de venta de las empresas privatizadas a través del estudio del premio bursátil. Dos trabajos relevantes Arcas y Ruiz (1999) y Bel (1998), optan por un periodo temporal a corto plazo para el cálculo

1. En España las sociedades privatizadoras eran la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) y la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (SEPPa). Actualmente esta última ha pasado a depender de SEPI.

lo del premio bursátil, el primer día y la primera semana de cotización respectivamente.

La razón en la que se basa la elección del plazo de referencia, aunque arbitraria, consiste en aprovechar que en el corto intervalo de tiempo en el que se compara la valoración de las acciones, difícilmente las cotizaciones se verán afectadas por factores externos a la operación bursátil, y así se evita que novedades informativas puedan afectar a los valores ofertados. Asimismo, la alta volatilidad a la que se encuentra sujeta la cotización de las acciones por la salida a negociación de un elevado volumen de títulos tras la ejecución de una OPV, provoca que un estudio a muy corto plazo distorsione los resultados, por ello se aboga por una ampliación del plazo temporal.

Al mismo tiempo, se puede considerar que la metodología de cálculo en un espacio de tiempo demasiado corto tiene un inconveniente adicional, ya que los resultados pueden verse alterados significativamente por la existencia de medidas de estabilización que influyen en la cotización de las acciones durante los primeros días de negociación y afectan, por tanto, a los resultados de cualquier modelo de cálculo de premio bursátil. Una medida estabilizadora es la opción de compra Greenshoe u opción de sobreadjudicación, instrumento que analizaremos en los siguientes apartados.

3. LA OPCIÓN GREENSHOE

La opción Greenshoe u opción de sobreadjudicación, hace referencia a una acción estabilizadora utilizada habitualmente en la ejecución de ofertas públicas de venta. La primera vez que se incluyó en el diseño de una operación fue en EEUU a principios del siglo XX en la colocación de acciones en el Mercado de Capitales de la empresa Green Shoe, de donde toma su nombre.

La sobreadjudicación implica que los coordinadores globales de la operación, a través del sindicato de colocación, puede vender en firme a los inversores un número de acciones superior al volumen inicial de la OPV. De este modo, se asegura que cuando comienza la negociación de acciones en el mer-

cado secundario exista un exceso de demanda generado por los propios bancos colocadores de la oferta.

La función de la opción Greenshoe consiste precisamente en cubrir la posición corta en la que se sitúa el sindicato de colocación frente al mercado. Los coordinadores globales de la operación obtienen un acuerdo con la entidad emisora por el cual tendrán una opción de compra al precio de venta institucional sobre el número de acciones adjudicadas en el mercado por encima de la oferta inicial.

La opción Greenshoe, tiene un plazo de vigencia que abarca los treinta primeros días de negociación de las acciones tras la realización de la OPV, es decir, la opción de compra es americana y podrá ser ejecutada una única vez cualquier día durante el primer mes y por el volumen de acciones que consideren oportuno los coordinadores globales, sin exceder el número que compone la opción. Si transcurren treinta días y no ha sido ejecutada la opción vence, quedando las acciones que la integran en poder del emisor.

Esta operativa forma parte de la labor de estabilización que llevan a cabo los coordinadores globales de las OPV para corregir la posible venta masiva de acciones que se produce en los primeros días tras la ejecución de una operación, efecto conocido como flowback.

El emisor al conceder una opción de compra al sindicato de colocación sobre un número determinado de acciones, le otorga la posibilidad de ejecución durante el primer mes de negociación de los títulos. Si durante los treinta primeros días el valor de las acciones sube el sindicato ejercerá la opción Greenshoe comprando al emisor el volumen de títulos que lo situaban en posición corta al precio institucional, que obviamente será inferior a la cotización en el mercado spot. Al ampliar la oferta de acciones negociables, en cierto modo, se ralentiza la tendencia alcista en la cotización, cumpliendo con la función de estabilización que caracteriza a la opción Greenshoe.

Por el contrario, si el valor de las acciones en la Bolsa baja, el sindicato de colocación no ejercerá la opción Greenshoe, es decir, no comprará los títulos al emisor por que la cotización del mer-



La opción Greenshoe u opción de sobreadjudicación, hace referencia a una acción estabilizadora utilizada habitualmente en la ejecución de ofertas públicas de venta. La primera vez que se incluyó en el diseño de una operación fue en EEUU a principios del siglo XX en la colocación de acciones en el Mercado de Capitales de la empresa Green Shoe, de donde toma su nombre.

VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS: CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL BASADO EN LA VIGENCIA DE LA OPCIÓN GREENSHOE

En España, se han llevado a cabo veintiséis OPV para la privatización de empresas a través del Mercado de Capitales, en un periodo que comprende desde la primera operación privatizadora, Gesa (1986) hasta la última privatización Iberia (2001).

2. Fecha que coincide con el cambio de Gobierno en España.

cado al contado será inferior al precio de venta institucional. Por tanto, el sindicato deberá adquirir en el mercado las acciones sobreadjudicadas en la operación. Con dicha operativa, se consigue un aumento de la demanda de las acciones en el mercado logrando incrementar, en cierta medida, el precio de los títulos. De este modo, una vez vencida la opción Greenshoe se llevaría a cabo la labor de estabilización impulsando al alza la cotización de las acciones.

Cuando la Greenshoe vence sin ejecución, las acciones que componen la opción de compra quedan en poder del emisor, por ello en ciertas ocasiones tras una privatización a través de OPV, quedan pequeños porcentajes de títulos residuales en poder del Estado.

3.1.- Tratamiento de la opción Greenshoe en las privatizaciones españolas.

En España, se han llevado a cabo veintiséis OPV para la privatización de

empresas a través del Mercado de Capitales, en un periodo que comprende desde la primera operación privatizadora, Gesa (1986) hasta la última privatización Iberia (2001). De estas veintiséis ofertas públicas, la opción Greenshoe ha sido concedida a los sindicatos de colocación en veintiuna operaciones, ya que comienza a utilizarse habitualmente en el mercado español a partir de 1989.

La ausencia de datos relacionados con la opción Greenshoe en las privatizaciones españolas, ha sido una de las principales dificultades en la elaboración del presente trabajo. Se ha recurrido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a las Sociedades Estatales emisoras y a las propias empresas privatizadas, para poder suministrar la información que se presenta en el cuadro 1 en el que se analiza si la opción Greenshoe fue o no ejecutada dentro de los treinta primeros días de negociación en las OPV para la privatización española. En los casos en que la opción de compra fue ejecutada, se indica la fecha de ejecución y el volumen de acciones realmente adquiridas. Cuando la opción de compra venció sin ejecución, se muestra la fecha de vencimiento de la misma.

De las veintiséis OPV para la privatización llevadas a cabo en España, cinco operaciones se diseñaron sin incluir opción Greenshoe. Las entidades emisoras no otorgaron opción de compra en Gesa (1986), Acesa (1987), Ence (1988), Endesa (1988) y Gas Natural (1996).

Es destacable que de las cinco privatizaciones ejecutadas en España en las que no se utiliza la acción estabilizadora, cuatro fueron operaciones anteriores a 1989, fecha en la que comienza a ser habitual la opción Greenshoe en el mercado español. Según Gámir (2000), estas OPV, a excepción de Endesa-88, fueron de reducido tamaño y sin tramo minorista. A partir de Repsol (1989) se inaugura en España una nueva etapa en materia de privatizaciones, asimismo, es la primera operación que incluye opción Greenshoe en el diseño de la oferta.

La quinta OPV en la que no ha existido opción de compra es Gas Natural (1996), siendo la primera operación tras la aprobación del Programa de Modernización del Sector Público en junio de

Cuadro 1- Tratamiento de la opción de compra Greenshoe.

OPV	EJECUCIÓN GREEN-SHOE	FECHA EJECUCIÓN/ VENCIMIENTO	VOLUMEN OPCION	VOLUMEN EJECUTADO
IBERIA-01	NO	04/05/2001	49.212.526	----
REE-99	NO	07/08/1999	4.734.450	----
INDRA-99	SI	08/04/1999	4.887.390	4.887.390
ENDESA-98	NO	13/07/1998	31.200.672	----
TABACALERA-98	SI	28/05/1998	8.764.061	2.881.102
ARGENTARIA-98	SI	17/02/1998	3.000.000	3.000.000
ACERALIA-97	SI	10/12/1997	6.594.934	6.594.934
ENDESA-97	SI	20/11/1997	26.000.560	6.000.000
ALDEASA-97	SI	30/10/1997	1.360.000	300.000
REPSOL-97	SI	29/04/1997	2.550.243	2.550.243
TELEFONICA 97	SI	18/02/1997	20.529.216	19.942.667
GAS NATURAL 96	NO SE CONCEDIÓ OPCIÓN GREENSHOE			
ARGENTARIA-96	SI	26/03/1996	2.500.000	2.500.000
REPSOL-96	SI	07/02/1996	4.000.000	4.000.000
TELEFONICA 95	NO	02/11/1995	10.072.998	----
ENCE-95	SI	10/05/1995	424.516	424.516
REPSOL-95	SI	11/04/1995	4.500.000	4.500.000
ENDESA-94	NO	01/07/1994	3.390.000	----
ARGENTARIA93b	SI	30/11/1993	1.650.000	1.000.000
ARGENTARIA93a	SI	12/05/1993	3.362.450	1.712.450
REPSOL-93	SI	31/03/1993	5.000.000	5.000.000
REPSOL-89	SI	11/05/1989	3.800.000	3.800.000
ENDESA-88	NO SE CONCEDIÓ OPCIÓN GREENSHOE			
ENCE-88	NO SE CONCEDIÓ OPCIÓN GREENSHOE			
ACESA-87	NO SE CONCEDIÓ OPCIÓN GREENSHOE			
GESA-86	NO SE CONCEDIÓ OPCIÓN GREENSHOE			

Fuente: Elaboración propia a partir de publicaciones de la CNMV, la Bolsa de Madrid, Expansión, Cinco Días e información de las entidades emisoras, SEPI y SEPPa, así como de las empresas privatizadas.

1996². La razón por la cual la entidad emisora no otorgó opción de compra fue el reducido tamaño de la oferta, que constituía el 3,8% del capital y dirigido únicamente al tramo institucional. En las veintiuna operaciones bursátiles restantes un determinado volumen de acciones de la oferta inicial ha sido destinado a cubrir la opción Greenshoe. Los valores están sobreadjudicados al ser vendidos en firme al mercado por los sindicatos de colocación sin haber sido comprados al emisor, pero con una cobertura determinada por la concesión de una opción de compra sobre el volumen de acciones.

Por tanto, el análisis abarca desde la primera OPV para la privatización en la que se utilizó la medida estabilizadora Repsol (1989), hasta la última privatización a través del Mercado de Capitales Iberia (2001).

Una vez concedida la opción Greens-

hoe, es conveniente analizar en qué contexto los coordinadores globales han decidido ejecutarla, o por el contrario cuando han dejado transcurrir los treinta días de vigencia y optar por su vencimiento.

De las veintiuna OPV que en su diseño incluyen opción Greenshoe, solamente en cinco operaciones la opción venció a los treinta días de la fecha de referencia, Endesa (1994), Telefónica (1995), Endesa (1998), Red Eléctrica (1999) e Iberia (2001). En estas ofertas públicas los coordinadores globales acordaron no ejercer la opción debido a que la cotización era inferior al precio de venta institucional, y por tanto, resultaba más rentable comprar las acciones en el mercado que ejercer la opción Greenshoe.

Como la opción de compra no fue ejecutada, el volumen de acciones que la componían quedaron en poder de la

Es destacable que de las cinco privatizaciones ejecutadas en España en las que no se utiliza la acción estabilizadora, cuatro fueron operaciones anteriores a 1989, fecha en la que comienza a ser habitual la opción Greenshoe en el mercado español.



**ESCUOLA DE NEGOCIOS DE DIRECCIÓN
Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**
FUNDACIÓN UNIVERSIDAD EMPRESA
REGIÓN DE MURCIA

EXIGE FUTURO

Exige **calidad**, exige **profesionalidad**, exige **actualización**, exige todo aquello que esperas de una escuela de negocios preparada para formar a los directivos de hoy y de mañana.

En **ENAE** sabemos que la exigencia es la base de una formación sólida y completa.

Sé exigente.

www.enaes.es

Edificio ENAE. Campus Universitario de Espinardo. 30100 Espinardo (Murcia)
Tlf.: + 34 968 899 899 / 968 364 136 e-mail: info@enaes.es Fax: + 34 968 364 133

VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS: CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL BASADO EN LA VIGENCIA DE LA OPCIÓN GREENSHOE

El modelo de cálculo matemático aplicado en el trabajo está basado en el utilizado por Bel (1998) para la obtención del premio bursátil semanal de las OPV privatizadoras en España, sustituyendo como valor de referencia la cotización durante la primera semana por el valor de las acciones el día en que se ejecuta o se deja vencer la opción Greenshoe.



En este caso, la prima bursátil se contabiliza como un coste indirecto para la entidad emisora derivado de un ingreso cesante.

entidad emisora, es decir, las participaciones residuales siguieron perteneciendo al Estado, al menos temporalmente a la espera de una futura cesión a manos privadas.

Asimismo, la opción de compra Greenshoe se ha ejercido en dieciséis ofertas públicas para la privatización de empresas españolas. Al igual que en el vencimiento de la Greenshoe, cuando el volumen de acciones que finalmente se ejecuta es inferior al volumen que formaba la totalidad de la opción de compra, las acciones no ejecutadas permanecen en poder del emisor. Siendo este el caso de Tabacalera (1998), Endesa (1997), Aldeasa (1997), Telefónica (1997), Argentaria II (1993) y Argentaria I (1993), operaciones que han dejado porcentajes residuales de acciones en manos del Estado.

Un dato crucial para el propósito de nuestro estudio es la fecha de ejecución de la opción Greenshoe. De las dieciséis OPV en las que se hizo efectiva la medida estabilizadora, únicamente en diez de ellas la fecha de ejecución coincide con la fecha de referencia bursátil o el primer día de negociación en el mercado, este hecho viene motivado por el exceso de demanda de acciones frente a la oferta inicial.

En el caso contrario, se encuentran tres operaciones, Tabacalera (1998), Endesa (1997) y Aldeasa (1997), en la que la fecha de ejecución de la opción Greenshoe, coincide con la fecha de vencimiento de la misma, es decir, a los treinta días de negociación tras la realización de la OPV. El sindicato de colocación, no deja vencer la opción, sino que la ejerce el último día que tiene vigencia.

4. METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL

El modelo de cálculo matemático aplicado en el trabajo está basado en el utilizado por Bel (1998) para la obtención del premio bursátil semanal de las OPV privatizadoras en España, sustituyendo como valor de referencia la cotización durante la primera semana por el valor de las acciones el día en que se ejecuta o se deja vencer la opción Greenshoe. La formulación propuesta

sería:

$$P_{\text{bursátil}} = [P_{G-S} - P_{\text{INST}}(1 + \Delta_{\text{AJUST Ibex}})] / [P_{\text{INST}}(1 + \Delta_{\text{AJUST Ibex}})]$$

Donde, P_{INST} , El precio de venta institucional predeterminado en el diseño de la OPV para la privatización.

P_{G-S} , La cotización de cierre del día de ejecución o bien del día de vencimiento de la opción Greenshoe,

Los porcentajes de desviación obtenidos entre el precio de venta institucional y la cotización de las acciones en la fecha de ejecución o vencimiento de la opción Greenshoe serán ponderados por el movimiento del IBEX-35, con el objeto de eliminar las distorsiones introducidas por la evolución general del Mercado de Valores y que son ajenas a la tendencia propia de los valores privatizados. Asimismo, se debe ajustar el cálculo de la evolución del IBEX-35, ya que la mayoría de empresas objeto de estudio forman parte del propio indicador bursátil.

$$\Delta_{\text{AJUST Ibex}} = (\Delta_{\text{Ibex}} - W35 * \Delta) / (1 - W35)$$

$\Delta_{\text{AJUST Ibex}}$, Variación ajustada del IBEX-35. Fluctuación que hubiera experimentado el índice si no hubiera estado incluida en el mismo una empresa concreta objeto de análisis.

$W35$, El peso específico ponderado del valor objeto de privatización en el IBEX-35.

$(1 - W35)$, La suma de la ponderación de los 34 valores restantes incluidos en el IBEX, reduciendo el peso específico del valor objeto de privatización.

Por tanto, el premio bursátil puede considerarse como la diferencia ponderada entre el precio de cierre del día de ejecución o vencimiento de la opción Greenshoe, y el precio de venta institucional ajustado a la evolución del mercado. Si tras la aplicación de la metodología propuesta el premio bursátil es positivo, significa que el valor de las acciones, el día en que desaparece la opción de estabilización, es superior al precio institucional ajustado a la evolución de la Bolsa durante este mismo período de tiempo.

La situación se traduce en una eviden-

te infravaloración en la determinación del precio de venta institucional fijado en la OPV. Asimismo, es el propio mercado el que ha otorgado tras unos días de negociación un mayor valor a las acciones privatizadas, ya que los datos revelan que los agentes inversores hubiesen estado dispuestos a pagar un precio más elevado por la adjudicación de los títulos. En este caso, la prima bursátil se contabiliza como un coste indirecto para la entidad emisora derivado de un ingreso cesante.

Si tras el cálculo el premio bursátil es nulo o próximo a cero, el resultado se traduciría en una correcta valoración de la empresa privatizada a la hora de fijar el precio institucional de venta en el diseño de la operación bursátil. Es decir, la cotización de los títulos coincide aproximadamente con la evolución del precio institucional ajustado de acuerdo con la variación sufrida por el mercado el día en que deja de tener influencia sobre la fluctuación de las acciones la opción Greenshoe.

En el tercer y último caso, el cálculo de un premio bursátil negativo, se deduce que en la determinación del precio institucional de venta, la empresa privatizada ha sido sobrevalorada. El resultado, como es obvio, no significará un coste indirecto para el Estado sino todo lo contrario, una ganancia, ya que la entidad emisora ha conseguido colocar todos los valores ofertados a un precio superior a la valoración que los agentes inversores le han otorgado a la empresa tras un determinado tiempo de negociación en el Mercado de Valores. La situación podría considerarse un éxito, aunque debe tenerse en cuenta en qué grado afecta a la credibilidad del inversor esta sobrevaloración con vistas a la ejecución de futuras privatizaciones.

5. CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL SEGÚN LA VIGENCIA DE LA OPCIÓN GREENSHOE

En el cuadro 2 se muestran los premios bursátiles resultantes de la aplicación del modelo propuesto en las veintiuna privatizaciones españolas en las que la entidad emisora ha otorgado opción Greenshoe, utilizándose como referencia la fecha de ejecución o vencimiento de la medida estabilizadora.

Cuadro 2.- Premio bursátil de las privatizaciones españolas.

OPV	DIA REF. (1)	P INST (2)	DIA G-S (3)	P G-S (4)	IBEXINST. (5)	IBEX G-S (6)	W 35 (7)	PREMIO BURSÁTIL
Operaciones Públicas de Venta iniciales (admisión a cotización en Bolsa)								
ACESA	18/5/1987	707,5 (4,25 €)	G-S no otorgada	G-S no otorgada	253,9 (1,53 €)	G-S no otorgada	(a)	----- (c)
ENCE I	11/4/1988	4.850 (29,15 €)	G-S no otorgada	No existió	281,1 (1,69 €)	G-S no otorgada	(a)	----- (c)
Repsol I	11/5/1989	1.700 (10,22 €)	11/5/1989	2.040 (12,26 €)	3.006,4 (18,06 €)	2.996,6 (18,01 €)	(a)	20,4%
Argentaria I	11/5/1993	3.800 (22,84 €)	12/5/1993	4.230 (25,42 €)	2.638,1 (15,86 €)	2.634,55 (15,83 €)	(a)	11,465%
Aldeasa	30/9/1997	3.270 (19,65 €)	30/10/97	3.100 (18,63 €)	7.219,5 (43,39 €)	6.463,37 (38,85 €)	(a)	5,9%
Aceralia	9/12/1997	2.080 (12,50 €)	10/12/97	2.090 (12,56 €)	7.261 (43,64 €)	7.158,5 (43,02 €)	(a)	1,9%
Indra	22/3/1999	1.488 (8,94 €)	8/4/1999	1.614 (9,70 €)	9.955,1 (59,83 €)	9.901,6 (59,51 €)	(a)	6,9%
REE	05/8/1999	1.331 (8,00 €)	06/8/1999 (b)	1.256 (7,55 €)	10.555,6 (63,44 €)	9.140,7 (54,93 €)	(a)	8,9%
Iberia	03/04/2001	198 (1,19 €)	03/05/2001 (b)	196 (1,18 €)	9.011,8 (54,16 €)	9.497,2 (57,07 €)	(a)	-5,89%
Operaciones Públicas de Venta subsiguientes.								
GESA	27/11/1986	1912,5 (11,49 €)	G-S no otorgada	G-S no otorgada	182,66 (1,10 €)	G-S no otorgada	---	----- (c)
Endesa I	01/6/1988	1.400 (8,41 €)	G-S no otorgada	G-S no otorgada	2913,9 (17,51 €)	G-S no otorgada	12,4%	----- (c)
Repsol II	30/3/1993	2.735 (16,44 €)	31/3/93	2785 (16,74 €)	2.661,7 (16,00 €)	2.658,49 (15,98 €)	7,8%	2,119%
Argentaria II	16/1/93	6.050 (36,36 €)	30/1/93	6.010 (36,12 €)	3.405,6 (20,47 €)	3.280,1 (19,71 €)	3,6%	3,25%
Endesa II	31/5/1994	6.450 (38,77 €)	01/7/1994 (b)	5.880 (35,34 €)	3.512,6 (21,11 €)	3.182,42 (19,13 €)	12,4%	0,71%
Repsol III	10/4/1995	3.620 (21,76 €)	12/4/1995	3.735 (22,45 €)	3.016,7 (18,13 €)	3.011,24 (18,10 €)	7,8%	3,65%
ENCE II	9/5/1995	3.100 (18,63 €)	10/5/95	3.199 (37,26 €)	3.271,9 (19,66 €)	3.290,31 (19,78 €)	0,2%	2,62%
Telefónica II	2/10/1995	1.637 (9,84 €)	2/11/1995 (b)	1.555 (9,35 €)	3.361,4 (20,20 €)	3.287,37 (19,76 €)	14,7%	-3,348%
Repsol IV	5/02/1996	4.335 (26,05 €)	7/02/1996	4.410 (26,50 €)	3.680,8 (22,12 €)	3.697,91 (22,22 €)	7,8%	1,36%
Argentaria III	25/3/1996	5.132 (30,84 €)	29/3/1996	5.250 (31,55 €)	3.842,4 (23,09 €)	3.857,12 (23,18 €)	3,6%	1,9%
Gas Natural	2/12/1996	26.000 (156,26 €)	G-S no otorgada	G-S no otorgada	4.683,5 (28,15 €)	G-S no otorgada	5,4%	----- (c)
Telefónica III	17/2/1997	3.360 (20,19 €)	18/2/1997	3.365 (20,22 €)	5.509,1 (33,11 €)	5.505,15 (33,09 €)	14,7%	0,259%
Repsol V	29/4/1997	6.010 (36,12 €)	29/4/1997	6.040 (36,30 €)	5.838,19 (35,09 €)	5.838,19 (35,09 €)	7,8%	0,456%
Endesa III	20/10/97	2.685 (16,14 €)	20/11/97	2.765 (16,62 €)	6.678,8 (40,14 €)	6.766,41 (40,67 €)	12,4%	1,8%
Argentaria IV	16/2/1998	10.790 (64,85 €)	17/2/1998	10.810 (64,97 €)	8.144,82 (48,95 €)	8.283,72 (49,79 €)	3,6%	0,065%
Tabacalera	27/4/1998	3.205 (19,26 €)	28/5/1998	3.290 (19,77 €)	9.549,6 (57,39 €)	10.059,9 (60,46 €)	2,12%	-2,5%
Endesa IV	8/06/1998	3.400 (20,43 €)	13/7/1998 (b)	3.445 (20,70 €)	10.280,3 (61,79 €)	10.729,1 (64,48 €)	12,4%	-3,3%

Notas: (1): Fecha de referencia bursátil de la OPV.

(2): Precio de venta institucional determinado en el diseño de la operación.

(3): Fecha en la que se ejecutó o venció la opción de compra Greenshoe.

(4): Precio de cierre de las acciones el día de ejecución o vencimiento de la opción.

(5): Valor del IBEX al cierre del día de referencia bursátil.

(6): Valor del IBEX al cierre del día de ejecución o vencimiento de la opción.

(7): Peso específico ponderado del valor privatizado concreto dentro del IBEX-35.

(a): En las OPV iniciales, la privatización significa la salida a bolsa y por tanto no pueden tener un peso específico dentro del indicador bursátil, IBEX-35.

(b): La opción de compra Greenshoe, no es ejecutada por los sindicatos de colocación, por tanto, la fecha de referencia será la de vencimiento.

(c): Las operaciones en las que no existió opción de compra Greenshoe, quedan excluidas del análisis propuesto.

Fuente: Elaboración propia a partir de: Datos publicados en los Boletines de Cotización de la Bolsa de Madrid, Informes anuales de la Bolsa de Madrid, Información publicada en la CNMV, Información suministrada por las entidades emisoras, SEPI y SEPPa, Informe de actividades del Consejo Consultivo de Privatizaciones (1998,1999), Folletos informativos de las OPV publicados por la CNMV, Servicio de Información Bursátil, Diarios de información financiera Expansión y Cinco Días, Información proporcionada por las propias empresas privatizadas.

VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS: CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL BASADO EN LA VIGENCIA DE LA OPCIÓN GREENSHOE

Existen, sin embargo, determinados resultados que resultaría conveniente analizar detenidamente, ya que en algunas operaciones parece que no se ha cumplido la teoría sobre la adecuada ejecución de la opción Greenshoe, debido a variables exógenas que influyen en la propia evolución del Mercado de Valores.



En relación a los premios bursátiles resultantes del modelo de cálculo propuesto, cabe destacar determinados hechos. En primer lugar, las primas registradas en las OPV iniciales son superiores al de las operaciones subsiguientes, y ello es debido fundamentalmente a que en las OPV iniciales la determinación del precio institucional de venta de las empresas privatizadas se complica por la falta de referencia histórica en la cotización de las acciones. En segundo lugar, siendo coherente con el funcionamiento de la acción estabilizadora, se constata que de las cinco operaciones en las que la opción Greenshoe venció al mes sin ejecución, Endesa II (1994) y Telefónica II (1995), Endesa IV (1998), Red Eléctrica (1999), Iberia (2001), cuatro de ellas son las que presentan menor premio bursátil. Asimismo, Telefónica II (1995), Endesa IV (1998), e Iberia (2001) presentan un resultado de la prima negativo, razón que justifica la no ejecución de la opción estabilizadora ya que la cotización de la acción es menor que el precio institucional de venta y resulta más rentable adquirir las acciones en el mercado que hacer efectiva la opción de compra.

Existen, sin embargo, determinados resultados que resultaría conveniente analizar detenidamente, ya que en algunas operaciones parece que no se ha cumplido la teoría sobre la adecuada ejecución de la opción Greenshoe, debido a variables exógenas que influyen en la propia evolución del Mercado de Valores.

Así, en el caso de Endesa II (1994), aunque el premio bursátil al mes de negociación es muy pequeño (0,71%), es positivo, y aún así la opción Greenshoe venció sin ejecución. Se justifica esta decisión por la evolución que tuvo la cotización de las acciones durante el primer mes de negociación ya que fluctuó entre valores inferiores o muy próximos al precio institucional de venta. La banda de fluctuación de las cotizaciones fue muy estrecha y por ello no estaba asegurado el beneficio al ejecutar la Greenshoe al precio fijado en la OPV, de hecho la cotización el día que venció (5.880 ptas.) era menor que el precio de venta institucional (6.450 ptas.) y, por tanto, no se planteó el

ejercicio de la opción de compra.

En la operación de Red Eléctrica (1999), nos encontramos con que la opción de compra no se ejecuta, y a su vez el premio bursátil calculado el día de vencimiento es positivo, el planteamiento inicialmente parece incongruente, aunque puede razonarse si se tiene en cuenta la caída que sufrió el Mercado de Valores durante los treinta días de vigencia de la acción estabilizadora. En el cuadro 2, se puede observar que el valor IBEX-35 cayó de 10.474,4 ptas. a 9.140,7 ptas. y efectivamente, el precio de las acciones el día de vencimiento, (1.256 ptas.) era menor que el precio de venta institucional, (1.331 ptas.), aunque con una evolución mucho más negativa de la Bolsa que de las propias acciones de la empresa privatizada, siendo el principal motivo del elevado premio bursátil.

Dentro de las operaciones donde la Greenshoe fue ejecutada, llama poderosamente la atención, la OPV de Tabacalera (1998), donde la opción de compra se ejecuta el día 28 de mayo de 1998 resultando un premio bursátil negativo (-2,5%). La alternativa de ejecución también parece ir en contra del funcionamiento de la opción de estabilización. En este caso, con la ejecución de la opción se pretende incrementar la oferta de acciones para que la cotización de las mismas disminuya y tienda al precio institucional de venta. Ahora bien, si se analiza con detenimiento la operación, se observa que el día de ejecución de la opción Greenshoe las acciones se negociaban a 3.290 ptas., siendo un precio superior al determinado en el diseño de la OPV, 3.205 ptas. Por lo tanto, el premio bursátil negativo es principalmente debido a que el mercado sufrió un incremento, calculado a través del índice bursátil, mayor que el experimentado por los propios valores privatizados. Asimismo, la alternativa correcta para la estabilización de la cotización de las acciones es lograr que esta tienda al precio institucional y, por tanto, la ejecución de la opción Greenshoe.

En general, las primas de las OPV oscilan entre el -5,89% y el 20,4%, destacando el descuento sobre el precio de venta de Repsol I (1989), siendo el mayor premio bursátil de toda la expe-

riencia privatizadora española, situándose en torno al 20%. Repsol I es la primera gran operación de venta de empresa pública a través del Mercado de Valores, asimismo también es la primera en la que se concede la opción Greenshoe, y aún así, se sitúa en la zona de valores intermedios de los premios bursátiles resultantes en la práctica privatizadora internacional. En Ferrández (2003b) se calcula el premio bursátil medio en las OPV para la privatización de empresas británicas donde puede comprobarse que supera al 21%, y la prima media en las privatizaciones francesas ronda el 19%.

En el otro extremo, se encuentra la operación de Iberia (2001), con el premio bursátil más bajo de todo el programa privatizador, aunque hay que tener en cuenta que el contexto bursátil en que Iberia comienza a cotizar en Bolsa no era el más adecuado, debido a la negativa tendencia de los mercados, y a las fuertes caídas de los valores de las compañías europeas del sector aeronáutico³.

Grimstone (1988:109) afirmaba que "Tradicionalmente, se considera que una flotación bien diseñada conducirá a un premio bursátil medio entre el 10 y el 15 por ciento...". Estos datos muestran que en España se ha logrado una correcta valoración, por término medio, de las empresas cuya venta ha significado el traspaso del sector público al privado.

6. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha establecido como objetivo principal estudiar la valoración de las empresas privatizadas a través de OPV en nuestro país, planteando una nueva propuesta de modelo de cálculo del premio bursátil. Para tal fin, se ha optado por no determinar un plazo de referencia temporal aleatorio, sino el plazo de vigencia de una medida estabilizadora del mercado bursátil, la opción de compra Greenshoe.

La existencia de una medida estabilizadora como la opción Greenshoe permite rectificar la tendencia en la fluctuación de la cotización de las acciones tras la ejecución de una OPV, y por ello, consideramos que debe tenerse en cuenta su vigencia a la hora de evaluar

la percepción que el mercado tiene sobre la valoración de la empresa privatizada.

Con esta intención se ha elaborado un modelo de cálculo del premio bursátil que ha sido concebido como el resultado de una perfecta comunión entre dos elementos independientes, aunque estrechamente relacionados. En el primero de ellos, se ha introducido el funcionamiento, repercusión y evolución de la opción de compra Greenshoe en el proceso privatizador español. Mientras que en el segundo, se han facilitado los instrumentos operativos necesarios a través de la metodología de cálculo para determinar los premios bursátiles.

La operativa de la opción de compra se puede sintetizar en dos escenarios distintos del mercado, en primer lugar, ante una tendencia alcista en la cotización de las acciones, la opción de compra se ejercitará al precio institucional de venta determinado por el Estado, al ampliar la oferta de títulos negociables en el mercado se ralentiza la subida del precio de las acciones estabilizando la cotización. Por otro lado, si la tendencia es bajista, la opción de compra vencerá sin ejecución, por tanto, los Coordinadores Globales deberán adquirir las acciones sobreadjudicadas en el mercado aumentando la demanda de títulos, e influyendo con una cierta tendencia al alza la cotización de las acciones, estabilizando de nuevo el valor de las mismas.

Por otra parte, evidenciamos la importante presencia de la opción Greenshoe en el proceso de privatización de nuestro país. De las veintiséis OPV para la privatización ejecutadas en España, en veintiuna operaciones fue otorgada la opción de compra por las entidades estatales emisoras.

Asimismo, se ha podido contrastar que en la mayoría de OPV para la privatización, la opción de compra se ha ejercido. En dieciséis operaciones fue ejecutada y únicamente en cinco venció a los treinta días.

El paso siguiente al estudio de la evolución de la opción de compra, ha sido calcular el premio bursátil como el porcentaje ponderado de variación en la cotización de las acciones, comparando el precio institucional de venta con el

se ha establecido como objetivo principal estudiar la valoración de las empresas privatizadas a través de OPV en nuestro país, planteando una nueva propuesta de modelo de cálculo del premio bursátil. Para tal fin, se ha optado por no determinar un plazo de referencia temporal aleatorio, sino el plazo de vigencia de una medida estabilizadora del mercado bursátil, la opción de compra Greenshoe.



3. Para ampliar la información sobre la privatización de Iberia (2001), consultar Ferrández, V. y González, J.F. [2003] "La oferta pública de venta de Iberia: Análisis de los costes de la privatización." Información Comercial Española. Revista de Economía. Marzo, nº 805, pp. 241-260

VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS: CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL BASADO EN LA VIGENCIA DE LA OPCIÓN GREENSHOE

Por otra parte, evidenciamos la importante presencia de la opción Greenshoe en el proceso de privatización de nuestro país. De las veintiséis OPV para la privatización ejecutadas en España, en veintiuna operaciones fue otorgada la opción de compra por las entidades estatales emisoras.



valor de las mismas el día en que la opción Greenshoe termina su vigencia, bien por el ejercicio, bien por el vencimiento.

Al respecto, la primera conclusión que podemos destacar es el mayor premio bursátil que se registra en las OPV iniciales respecto a las subsiguientes. El resultado viene motivado por la dificultad añadida a la hora de determinar el precio de venta de las acciones privatizadas, en el caso en que la operación signifique la salida a negociación de los títulos en el mercado de valores, por la falta de referencia histórica en la cotización de las acciones.

Por otra parte, se evidencia la reducción paulatina que han ido sufriendo los premios bursátiles con la propia experiencia privatizadora en España. De este modo, apreciamos que la valoración del patrimonio empresarial estatal destinado a la venta al sector privado, se ha ido ajustando cada vez más a la percepción que el propio mercado tiene de él.

Para cuantificar el premio bursátil como coste indirecto que debe afrontar el Estado por la infravaloración de las empresas públicas, hemos realizado una estimación del premio bursátil medio de toda la experiencia privatizadora en España, representando un 2,79%, siendo una prima muy reducida si la comparamos con la experiencia privatizadora de los países de referencia en esta materia, Gran Bretaña y Francia.

7. BIBLIOGRAFÍA

Arcas, M^o J. y Ruiz, J., [2000]: "Las privatizaciones en el Mercado Bursátil Español: Reacciones de precios y volúmenes de contratación", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXIX, n^o 104 abril-junio, pág.321-344.

Babecki, J. e Isasi, L., [1991]: "Los procesos privatizadores, sus factores principales y su impacto en los mercados de capitales", *Economistas*, n^o49, pág. 18-27.

Barry, C. B., Muscarella C. J. y Vetsuypens M. R. (1991): "Underwriter warrants, underwriter compensation, and the costs of going public", *Journal of Financial Economics*, vol. 29 (1), págs. 113-135.

Beatty, R y Ritter [1986]: "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, vol. 15 (1/2), pág. 213-232.

Bel, G. [1998]: "Los costes financieros de la Privatización en España", *Información Comercial Española*, n^o 772, julio-agosto.

Blanco, F. y Mallol, J.R., [1991]: "Métodos de Valoración: en busca del precio justo", *Economistas*, n^o 49, pág. 52-59.

Carter, R. y Manaster S. [1990]: "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance*, vol. 45 (4), págs. 1045-1067.

CONSEJO CONSULTIVO DE PRIVATIZACIONES (1999): Informe de actividades-1999, Madrid

Delorme, R. [1992]: "El fenómeno de la privatización en Francia", *Información Comercial Española*, n^o 707, pág. 35-53.

Dewenter, K. y Malatesta P. H., [1997]: "Public offerings of state-owned and privately-owned enterprises: An international comparison", *Journal of Finance*, n^o 52, pág. 1659-1679.

Ferrández, V. y González, J.F. [2003a] "La oferta pública de venta de Iberia: Análisis de los costes de la privatización." *Información Comercial Española*. Revista de Economía. Marzo, n^o 805, pp.241-260.

Ferrández, V., González, J.F y Trigueros, J.A. [2003b] "Contraste de los premios bursátiles en los programas privatizadores mas relevantes." XII Congreso de AECA "Transparencia empresarial y Sociedad del Conocimiento" Cádiz.

Gámir, L.[1999]: "El precio de venta de las empresas privatizadas", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, n^o4, 1999

Gámir, L.[2000]: "Análisis de las OPV de empresas públicas", *Revista de Economía*

Gonzalo, J.A., Pina, V. y Torres, L.(1998) "La valoración de empresas en los procesos de privatización", en Torres, L. y Pina V. (Coord.), *Privatización de Empresas y Descentralización de Servicios Públicos*, AECA, Madrid.

Grimstone, G. [1988], 'The Financial Processes of Privatisation', en V. Ramanadham, ed., *Privatization in UK*. Londres: Routledge, 1989, pág. 105-118.

Jenkinson, T. y Mayer ,C. [1994], "The Cost of Privatization in the UK and France", en Bishop M., Kay J.A. y Mayer C., eds., *Privatization & Economic Performance*, Oxford, Oxford University Press, 1994, pág. 290-298.

Kay, J. A. Y Thompson D. J. [1986], "Privatization: a policy in search of a rationale", *Economic Journal*, vol. 96, pág. 18-32.

Mañas L. [1998] "La experiencia de una década de privatizaciones" *Información Comercial Española*, n^o 772, julio-agosto, pág. 145-175..

Ribas, E. (1999), "Análisis del valor de las empresas privatizadas", *Revista de Economía Industrial*, n^o 328, pág. 63-69.

Ritter J.A. [1987]: "The costs of going public", *Journal of Financial Economics*, n19, p 269-281.

Vickers, J. [1993]: " El programa de privatizaciones británico: una evaluación económica", *Moneda y Crédito*, n^o196

Vickers, J. y Yarrow, G. [1988]: *Privatization: An Economic Analysis*, (Ed. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts).

Vickers, J. y Yarrow, G. [1991]: " Economic Perspectives on Privatization", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, n^o 2, spring, pág. 111-132.

SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DEL IMPUESTO SOBRE SUCESIONES Y DONACIONES

María José Portillo Navarro

Universidad de Murcia

1. INTRODUCCIÓN

La imposición sucesoria, como parte de la imposición personal sobre la riqueza, se ha mantenido tradicionalmente como una de las vías de recaudación en los sistemas tributarios modernos. El gran argumento a su favor ha sido el de cumplir con los principios impositivos de equidad y de capacidad de pago, derivado del incremento de riqueza a título gratuito que se produce. La necesidad de gravar de manera adicional las ganancias patrimoniales, junto con la labor de redistribución de la renta y la riqueza, y su tradicional complemento al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas han sido también argumentos importantes a favor de la existencia de este impuesto. Sin embargo, la incidencia recaudatoria del impuesto en la actualidad es muy escasa, mantiene una elevada progresividad -acentuada por los coeficientes multiplicadores-, poca capacidad de redistribución y se ha producido la ruptura del principio de equidad tras la cesión de cierta capacidad normativa a las autonomías, lo que sitúa al impuesto en el centro del debate actual.

En el ámbito de la Unión Europea (en adelante, UE), el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (en adelante, ISD) se configura como uno de los tributos integrantes de la estructura tributaria en la mayoría de estos países que, como norma general, establecen un menor gravamen para las transmisiones entre personas con un grado de parentesco más cercano, a través de tipos mínimos para este tipo de operaciones a título lucrativo. Pero, mientras en España, esta situación se contempla mediante reducciones de la base imponible a la que se aplica un tipo progresivo, en la mayoría de los países europeos esta situación se resuelve a través del establecimiento de distintos tipos, según el

grado de parentesco, utilizándose, generalizadamente, como norma de valoración el valor venal de los bienes. Otra coincidencia en los países analizados es la ausencia de coeficientes multiplicadores, tales como los contemplados en la normativa española.

2. LA CESIÓN DEL IMPUESTO SOBRE SUCESIONES Y DONACIONES A LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Tradicionalmente, la tributación de las herencias y las donaciones se ha materializado a través de la imposición estatal en las Comunidades Autónomas de régimen común. Sin embargo, este tributo, junto con el Impuesto sobre el Patrimonio y el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados se han ido cediendo paulatinamente a las Comunidades Autónomas (en adelante, CC AA).

El alcance de la cesión actual del impuesto a las CC AA se encuentra regulado en la Ley 21/2001, de 27 de diciembre, por la que se regulan las medidas fiscales y administrativas del nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común y Ciudades con Estatuto de Autonomía.

En lo referido a las CC AA de régimen foral, el ISD no es un impuesto cedido sino concertado, regulado por una normativa propia en cada uno de los territorios forales.

La recaudación obtenida por este tributo nos sirve para conocer en qué medida contribuye a la financiación autonómica. En este sentido, la recaudación obtenida por las distintas CC AA en los años 2003 y 2004 (último del que podemos obtener cifras recaudatorias), así como la recaudación por habitante, está recogida en el siguiente cuadro:

Sin embargo, la incidencia recaudatoria del impuesto en la actualidad es muy escasa, mantiene una elevada progresividad -acentuada por los coeficientes multiplicadores-, poca capacidad de redistribución y se ha producido la ruptura del principio de equidad

La recaudación obtenida por este tributo nos sirve para conocer en qué medida contribuye a la financiación autonómica. En este sentido, la recaudación obtenida por las distintas CC AA en los años 2003 y 2004 (último del que podemos obtener cifras recaudatorias), así como la recaudación por habitante, está recogida en el siguiente cuadro:

SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DEL IMPUESTO SOBRE SUCESIONES Y DONACIONES

RECAUDACIÓN POR ISD POR CC AA. (Millones de euros)

	2003	2004	REC/HTE (04)
ANDALUCIA	180,3	194,9	25,4
ARAGON	80,6	85,0	68,0
ASTURIAS	50,1	50,1	46,7
BALEARES	72,6	66,2	69,3
CANARIAS	27,2	32,6	17,0
CANTABRIA	23,4	23,8	42,9
CASTILLA Y LEON	107,1	154,6	62,0
CASTILLA- LA MANCHA	39,7	43,7	23,6
CATALUÑA	390,0	485,4	71,2
EXTREMADURA	21,4	18,9	17,6
GALICIA	94,1	104,2	37,9
MADRID	370,5	426	73,4
MURCIA	26	33,7	26,0
LA RIOJA	15,9	18,6	63,4
VALENCIA	128,2	151,8	33,4
PAIS VASCO	50,8	46,5	22,0
NAVARRA	21,5	23,4	40,0

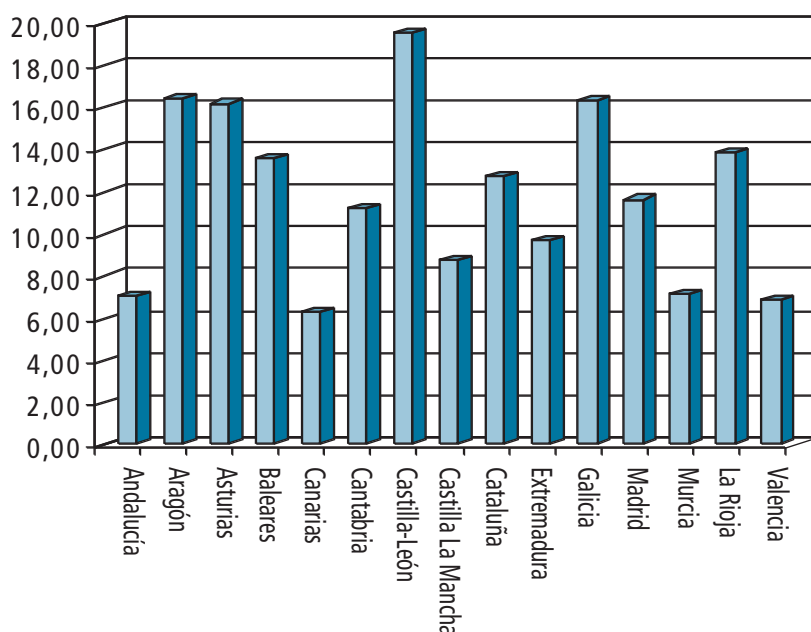
Cuadro 1



La recaudación por habitante es un buen instrumento para conocer la presión fiscal que soporta el ciudadano como consecuencia del tributo. Así, podemos comprobar cómo para el año 2004, la autonomía con mayor recaudación por habitante es Madrid con 73,4 euros por habitante. Le siguen Cataluña, (71,2), Baleares (69,3) y Aragón (68). Por el contrario, las CC AA en las que la recaudación por habitante fue más pequeña en Canarias (17,0) y Extremadura (17,6).

La participación de la recaudación del ISD en el conjunto de ingresos tributa-

PARTICIPACIÓN DE LA RECAUDACIÓN POR ISD EN LOS INGRESOS TRIBUTARIOS



FUENTE. Badespe y elaboración propia

Cuadro 2

rios de las CC AA (impuestos directos, impuestos indirectos y tasas) nos refleja en qué medida los ingresos procedentes de este impuesto sirven para financiar los correspondientes presupuestos autonómicos: (Cuadro 2)

En Canarias, la recaudación obtenida por ISD solamente supone el 6,32% de los ingresos tributarios obtenidos en esa autonomía. Cifras similares presentan Valencia (6,9%), Andalucía, (7,06%) o Murcia (7,14%). Solamente en Castilla-León, el ISD representa el 19,06% de los ingresos tributarios obtenidos. Como media, este impuesto representa el 11,85% de la recaudación obtenida por ingresos tributarios en las diferentes autonomías.

Por tanto, se trata de un impuesto que no colabora excesivamente a la financiación autonómica en la mayoría de CC AA y, este hecho, refleja la no correspondencia entre el debate actual acerca de la existencia del impuesto, su justificación y el mantenimiento en los sistemas tributarios actuales.

Tras la cesión de cierta capacidad normativa, las CC AA han optado mayoritariamente por ampliar principalmente las reducciones familiares, así como las reducciones estatales; aunque, a veces, han introducido nuevas reducciones como la referida a las cantidades percibidas por los herederos de los afectados por el Síndrome Tóxico, de Galicia o Madrid, por ejemplo.

Veamos las notas esenciales del desarrollo normativo realizado por las autonomías derivado de la cesión de ciertas potestades normativas:

- Existen CC AA que han optado por mejorar las reducciones sobre la base imponible con respecto a las recogidas en la normativa estatal, mientras que otras han reducido la tributación del contribuyente a través del establecimiento de deducciones y bonificaciones. En otros casos, la opción ha sido la reducción de los coeficientes multiplicadores.

- Otras CC AA han aprobado su propia tarifa, así como los coeficientes multiplicadores: Cantabria, Cataluña, Madrid

y Comunidad Valenciana. En el caso de Cantabria, se han establecido dos grupos de coeficientes multiplicadores diferentes, unos aplicables con carácter general y otros reducidos para adquisiciones mortis causa por parientes incluidos en los grupos I y II de parentesco.

- La tributación para menores de 21 años prácticamente ha desaparecido en la mayoría de CC AA a excepción de Canarias, Cataluña y Extremadura. En unos casos, han optado por el establecimiento de coeficientes reducidos (el 0,01) –Asturias, Cantabria y Galicia– y, en otros, por el establecimiento de bonificaciones del 99%, en autonomías tales como Baleares, Castilla y León, Castilla-La Mancha, Madrid, Murcia, La Rioja y Valencia. En Andalucía, si el patrimonio del causante no supera los 500.000 euros, se practica una reducción en la Base Imponible tal que la Base Liquidable sea cero.

- Cantabria es la CC AA de régimen común que incorpora una reducción sustancial del pago del impuesto para el cónyuge e hijos mayores de 21 años a través de la reducción del coeficiente multiplicador, junto con La Rioja, donde se realiza una bonificación del 99%. En la Región de Murcia la bonificación es del 50% y en Castilla-La Mancha del 20%. El resto de CC AA establecen modificaciones en la cuota tributaria de los sujetos pasivos mencionados a través de la ampliación de las reducciones de la base imponible.

- Las CC AA de Aragón, Baleares, Canarias, Castilla y León, Cataluña, Madrid y La Rioja han incorporado una deducción que oscila entre el 80% de Cataluña y el 100% de Valencia, a las cantidades abonadas de padres a hijos para la adquisición de la vivienda habitual. Ello supone una diferencia sustancial en cuanto a la tributación por CC AA.

De todo lo anterior se desprende una gran complejidad a la hora de determinar la cuota tributaria, pero, principalmente, unas diferencias en tributación muy importantes según la CC AA de residencia del causante o donante, tal y como se demuestra en el caso práctico planteado en el apartado siguiente.

3. TRIBUTACIÓN POR TRANSMISIONES MORTIS CAUSA Y POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS A TRAVÉS DE UN CASO PRÁCTICO

Con el objetivo de conocer cuál sería el pago a realizar por los herederos en las diferentes autonomías como consecuencia de una transmisión mortis causa, hemos establecido un supuesto práctico general y lo hemos resuelto para el conjunto de CC AA, abarcando por tanto, el territorio común y el foral. Hemos contemplado un supuesto que implique beneficiarse de la mayoría de beneficios fiscales que se podrían obtener en cada autonomía.

Supuesto práctico

D. Pedro Martínez Robles falleció el 30 de febrero del presente ejercicio. Estaba casado con Dña. Enriqueta Pérez y tenían tres hijos: Pedro, de 23 años, Juan, de 22 años minusválido físico en un 65% y Álvaro de 15 años. D. Pedro hace constar en el testamento que desea repartir la herencia a partes iguales, respetando la legítima que pudiera corresponder a cada uno de los herederos.

La herencia se limita a los siguientes bienes gananciales, según valores comprobados por la Administración:

1. Vivienda habitual cuyo valor es de 600.000 euros y su valor catastral es de 150.000?
2. Un local comercial, valorado en 760.000 euros.
3. Depósitos en cuentas corrientes por importes de 150.000 euros.
4. Bienes del Patrimonio Histórico: 300.000 euros.
5. D. Pedro tenía constituido un seguro de vida por importe de 300.000 euros.
6. D. Pedro era empresario y ejercía esta actividad de forma personal, habitual y directa. El negocio estaba valorado en 200.000 euros.
7. El patrimonio preexistente de todos los causahabientes o herederos es inferior a 300.000?
8. El ajuar doméstico se valora en los términos legales.

Determinar la Cuota Tributaria de cada uno de los causahabientes.

Tras la disolución de la sociedad de gananciales, y la realización del reparto

La participación de la recaudación del ISD en el conjunto de ingresos tributarios de las CC AA (impuestos directos, impuestos indirectos y tasas) nos refleja en qué medida los ingresos procedentes de este impuesto sirven para financiar los correspondientes presupuestos autonómicos:

En Canarias, la recaudación obtenida por ISD solamente supone el 6,32% de los ingresos tributarios obtenidos en esa autonomía. Cifras similares presentan Valencia (6,9%), Andalucía, (7,06%) o Murcia (7,14%). Solamente en Castilla y León, el ISD representa el 19,06% de los ingresos tributarios obtenidos. Como media, este impuesto representa el 11,85% de la recaudación obtenida por ingresos tributarios en las diferentes autonomías.

SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DEL IMPUESTO SOBRE SUCESIONES Y DONACIONES

De todo lo anterior se desprende una gran complejidad a la hora de determinar la cuota tributaria, pero, principalmente, unas diferencias en tributación muy importantes según la CC AA de residencia del causante o donante, tal y como se demuestra en el caso práctico planteado en el apartado siguiente.

de la herencia, resulta una Base Imponible para cada uno de los herederos de:

Base Imponible = 257.662,5

Las reducciones a practicar sobre la base imponible para cada causahabiente dependerán del grado de parentesco, edad de los descendientes en el caso de los hijos y del desarrollo normativo realizado por las diferentes autonomías.

Para Juan, hijo de 22 años, minusválido físico, con un grado de incapacidad superior al 65%, a las reducciones estatales que se aplican a los herederos por parentesco hay que sumarle otra adicional de 150.253,03 euros por minusvalía, lo que nos conduce a una Base Liquidable negativa, por lo que no deberá hacer frente al pago del tributo y no se hace necesario acudir a las reducciones autonómicas para conocer el importe de su cuota tributaria en cada una de ellas.

por sí misma anular la base liquidable de Álvaro. Asimismo, resulta destacable la reducción por descendiente menor de 21 años que se establece en Aragón que es del 100% de la base imponible para hijos del causante menores de edad (con el límite de 3.000.000 de euros).

En el País Vasco se establece una exención en el caso de descendientes en sus tres Diputaciones Forales y en Navarra no se realizan reducciones por parentesco.

Las CC AA de Cantabria, Cataluña, Madrid y Valencia han modificado la tarifa estatal y algunas autonomías han reducido de manera importante el coeficiente multiplicador a aplicar.

En el cuadro siguiente se muestra lo que debería pagar en cada autonomía, Enriqueta, cónyuge, Pedro, hijo de 23 años, y Álvaro, hijo de 15 años:

DIFERENCIA DE CUOTAS ENTRE CÓNYUGE E HIJOS

	ENRIQUETA	PEDRO	E - P	ALVARO	E - A	P - A
ANDALUCIA	12.721,2	12.115,4	605,8	8.907,3	3.813,9	3.208,1
ARAGÓN	13.355,8	12.719,8	636,0	0	13.355,8	12.719,8
ASTURIAS	13.186,2	12.558,3	627,9	93,4	13.092,9	12.464,9
BALEARES	12.719,9	12.114,2	605,7	88,1	12.631,8	12.026,1
CANARIAS	13.186,2	12.558,3	627,9	8.742,6	4.443,6	3.815,7
CANTABRIA	67,2	33,6	33,6	9,1	58,1	24,5
CASTILLA-LEON	5.911,5	5.630,0	281,5	21,8	5.889,7	5.608,2
C.-LA MANCHA	10.582,9	10.175,8	407,1	467,0	10.115,9	9.708,8
CATALUÑA	12.584,2	11.984,9	599,2	3.527,3	9.056,9	8.457,6
EXTREMADURA	12.719,9	12.114,2	605,7	7.099,2	5.620,7	5.015,0
GALICIA	13.186,2	12.558,3	627,9	0	13.186,2	12.558,3
MADRID	1.534,2	1.461,1	73,1	14,6	1.519,6	1.446,5
MURCIA	6.593,1	6.279,2	314,0	93,4	6.499,8	6.185,8
LA RIOJA	131,9	125,6	6,3	93,4	38,5	32,2
VALENCIA	9.358,7	8.913,0	445,7	35,1	9.323,6	8.877,9
PAIS VASCO	0	0	-	0	-	-
NAVARRA	1.910,0	1.910,0	-	1.910,0	-	-



En casi todas las CC AA a los menores de 21 años se les ha reducido sustancialmente la tributación por este impuesto, bien sea a través de la ampliación de reducciones, establecimiento de bonificaciones sobre la cuota o reducción sustancial de los coeficientes multiplicadores, como en Asturias, Cantabria o Galicia.

Cabe destacar la enorme reducción que se regula en Galicia para los menores de 21 años (1.000.000 de euros más 100.000 por cada año menos de 21 que tenga el causahabiente) que supone

La autonomía en la que el cónyuge viudo debería pagar más es Aragón, seguido de Asturias, Canarias y Galicia.

Si realizamos la aplicación estricta de la normativa estatal, sin considerar el desarrollo normativo autonómico, la cuota tributaria a pagar por Enriqueta sería de 13.355,8 euros. Esta cantidad solamente la satisface Enriqueta en Aragón, si bien esta autonomía contempla una reducción del 100% para el cónyuge, siempre que el importe total de las reducciones no supere los 125.000 euros y el patrimonio preexis-

tente sea inferior a 300.000 euros, circunstancia que no se da en Enriqueta, por lo que no se puede acoger a dicha reducción.

En Andalucía, si Enriqueta o Pedro hubieran obtenido la herencia y el valor del patrimonio del causante fuera inferior a 500.000 euros o la base imponible del adquirente inferior a 125.000 euros, se practicaría una reducción hasta conseguir que la base liquidable sea igual a cero.

Por tanto, el hecho de residir en una Comunidad Autónoma u otra incide de manera notable en la cuota a pagar por el cónyuge viudo. Así, un individuo residente en el País Vasco no deberá hacer frente al pago del impuesto, ya que están exentas de tributación las herencias recibidas por cónyuges, y en Navarra solamente pagará por el 0,8% de lo percibido. En el territorio común, el cónyuge que perciba la herencia en

Cantabria prácticamente no deberá hacer frente al pago del tributo por la aplicación del coeficiente multiplicador rebajado y en La Rioja se incorpora una bonificación del 99% de la cuota que prácticamente anula el pago del impuesto. En la Región de Murcia, se establece una bonificación que reduce en un 50% la tributación y en Castilla La Mancha la bonificación es del 20%.

A Pedro, hijo del causante de 23 años, que está dentro del grupo II de parentesco, no le afecta la aplicación de un coeficiente superior fruto de un patrimonio preexistente superior a 402.678,11 -como le ocurre a Enriqueta- por lo que el coeficiente estatal a aplicar es 1 en vez del 1,05 que le corresponde a su madre. Por lo demás, las reducciones y bonificaciones son similares al cónyuge viudo.

En el caso de los parientes del grupo I, descendientes y adoptados menores de



Dale vida a tus proyectos. Aviva tu futuro.

Cuenta con Aviva. Hoy, más de 60 millones de clientes en todo el mundo, ya hacen realidad sus proyectos de futuro con nosotros.

www.aviva.es



Aviva Vida y Pensiones
Plaza Juan XXIII, 5 30008 Murcia
Teléfono 968 23 61 61

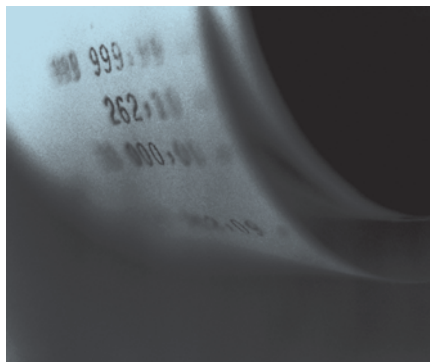
Líder en Seguros de Vida
y Pensiones en Europa



AVIVA
Aviva tu futuro

SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DEL IMPUESTO SOBRE SUCESIONES Y DONACIONES

Las CC AA de Cantabria, Cataluña, Madrid y Valencia han modificado la tarifa estatal y algunas autonomías han reducido de manera importante el coeficiente multiplicador a aplicar.



Por tanto, el hecho de residir en una Comunidad Autónoma u otra incide de manera notable en la cuota a pagar por el cónyuge viudo.

21 años, las CC AA mayoritariamente han optado por la reducción sustancial del impuesto que llega, en algunos casos, a la eliminación del pago del mismo y, en otros casos, a abonar cantidades casi simbólicas, como los 14 euros de Madrid o los 9 de Cantabria. Sin embargo, las diferencias en tributación dependiendo de la CC AA en la que haya que satisfacer la deuda tributaria son muy elevadas, ascendiendo a casi 9.000 euros de diferencia, lo que debería ser tenido en consideración por parte de los legisladores autonómicos, puesto que no tiene ningún sentido ni se puede apoyar en ningún principio impositivo constitucional.

Las modificaciones normativas realizadas por las CC AA están suponiendo diferencias muy importantes en la tributación que no se solucionan con el paso de los años, sino que se siguen manteniendo. Como ejemplo, si resolvemos el mismo caso práctico para 2004, la tributación en algunas CC AA es la misma que en el año 2006; sin embargo, en otras estas diferencias son sustanciales, fruto del proceso de la introducción de nuevas modificaciones normativas que han realizado las autonomías entre estos dos años. Los lugares en los que se producen variaciones significativas de tributación entre un año y otro aparecen en el siguiente cuadro:

DIFERENCIAS DE TRIBUTACIÓN POR CC AA DE 2004 A 2006

BI = 257,662,5	ENRIQUETA	PEDRO	ALVARO
CASTILLA-LEON	7.020,4	6.686,1	20,7
C.-LA MANCHA	2.772,9	2.544,0	8.873,5
EXTREMADURA	-	-	1.806,9
MADRID	11.219,7	11.291,1	81,0
MURCIA	6.593,1	6.279,2	-
LA RIOJA	-	-	-
VALENCIA	4.072,9	3.879,0	60,5

Las diferencias en tributación entre Enriqueta y Pedro se deben básicamente al hecho de aplicar el coeficiente multiplicador de 1,05 para Enriqueta – como consecuencia de su patrimonio preexistente – y aplicar el coeficiente 1 en el caso de Pedro; aunque ello nos lleva, en numerosas ocasiones, a una diferencia de más de 600 euros en el pago del impuesto. Con Alvaro, en algunos casos como Aragón, Asturias, Baleares, o Galicia, las diferencias en la deuda tributaria a satisfacer entre madre e hijo superan los 12.000 euros.

Sin embargo, lo que resulta más sorprendente son las diferencias en tributación entre Pedro y Alvaro, que llegan, en algunas CC AA a superar los 12.000 euros. Y ello resulta especialmente llamativo, porque en el caso en que Pedro no trabaje ni Alvaro tampoco, su capacidad de pago sería la misma y ambos son hijos del causante con el mismo grado de parentesco, con lo que se rompe el principio de equidad horizontal.

Así, si Enriqueta hubiera percibido la herencia en el año 2004 en la Comunidad de Castilla y León debería pagar 7.020,4 euros más que si la percibe en 2006 e idéntico razonamiento podemos hacer para el resto de herederos y de autonomías.

Este proceso de ampliación de beneficios fiscales en el ISD por parte de las CC AA parece que todavía no ha finalizado, por lo que habrá que esperar a los próximos años para conocer los futuros desarrollos normativos de carácter autonómico.

4. LA DONACIÓN DE CANTIDADES DE PADRES A HIJOS PARA LA ADQUISICIÓN DE LA VIVIENDA HABITUAL. CONSECUENCIAS FISCALES

Otro aspecto a considerar es el relativo a las transmisiones inter vivos realizadas de padres a hijos para la adquisición de la vivienda habitual, ya que algunas CC AA han establecido benefi-

cios fiscales en estos casos. Veamos las diferencias en tributación que se establecen por CC AA a través de un caso práctico:

Caso práctico 2

D. Alberto Gómez ha decidido donar a su hijo Ignacio 30.000 euros para la adquisición de su vivienda habitual. Ignacio tiene 18 años y no posee patrimonio preexistente.

Determinar la Cuota Tributaria a satisfacer en cada CC AA.

La solución al supuesto planteado se recoge en el siguiente cuadro:

quebrar nuevamente el principio de equidad horizontal, lo que debería ser resuelto de manera más satisfactoria para el conjunto de ciudadanos.

5. CONCLUSIONES

La cesión de la capacidad normativa sobre determinados elementos del tributo a las CC AA ha supuesto una enorme complejidad que, en muchas ocasiones, no va acompañada de reducciones importantes en el pago del impuesto. Ello debería llevar al establecimiento de unas directrices generales aplicables en todo el territorio nacional, ya que no tienen sentido

Este proceso de ampliación de beneficios fiscales en el ISD por parte de las CC AA parece que todavía no ha finalizado, por lo que habrá que esperar a los próximos años para conocer los futuros desarrollos normativos de carácter autonómico.

TRIBUTACIÓN DE LA DONACIÓN POR CC AA

	BI	Red.	BL	CI	Ded.	C.TRIB.
ANDALUCIA	30.000		30.000	2.652,5		2.652,5
ARAGON	30.000	95%	1.500	114,7		114,7
ASTURIAS	30.000		30.000	2.652,5		2.652,5
BALEARES	30.000		30.000	2.652,5	85%	397,9
CANARIAS	30.000	85%	9.566	745,2		745,2
CANTABRIA	30.000		30.000	2.652,5		2.652,5
CASTILLA-LEON	30.000	99%	300	23,0		23,0
C – LA MANCHA	30.000		30.000	2.652,5		2.652,5
CATALUÑA	30.000	80%	15.600	1.220,6		1.220,6
EXTREMADURA	30.000		30.000	2.652,5		2.652,5
GALICIA	30.000		30.000	2.652,5		2.652,5
MADRID	30.000	85%	4.500	344,3		344,3
MURCIA	30.000		30.000	2.652,5		2.652,5
LA RIOJA	30.000		30.000	2.652,5	100%	-
VALENCIA	30.000		30.000	2.659,2		2.659,2

En La Rioja no habrá que satisfacer el tributo, y en Castilla y León una cuota mínima, en Aragón, solamente 114,7 euros, en Baleares el pago es de 397,9 euros; en Madrid y en Canarias la reducción implica un pago del impuesto de 344,3 y 745,2 euros respectivamente y en Cataluña el pago será de 1.220,6 euros. En el resto del territorio común, el donatario habrá de abonar a la Hacienda Pública cerca del 10% de lo percibido. Esta situación vuelve a

las diferencias en tributación entre mayores y menores de edad o mayores y menores de 21 años y se debería trabajar cada vez más en esa línea por parte de las CC AA.

En el caso de dos hermanos, uno de ellos con 20 años y otro con 22, el de menor edad, en la mayoría de CC AA, no debería hacer frente al pago del impuesto o, si lo hiciera, sería una cantidad casi simbólica; mientras, el hermano de 22 años debe hacer frente al



SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DEL IMPUESTO SOBRE SUCESIONES Y DONACIONES

Ello debería llevar al establecimiento de unas directrices generales aplicables en todo el territorio nacional, ya que no tienen sentido las diferencias en tributación entre mayores y menores de edad o mayores y menores de 21 años y se debería trabajar cada vez más en esa línea por parte de las CC AA .



pago de una cuantiosa suma de dinero en la mayoría de autonomías. Es muy probable que ambos hermanos a esa edad tengan una capacidad de pago similar, lo cual hace completamente inconsistente esta enorme diferencia en tributación, lo que debería ser considerado por el legislador.

Otro aspecto a considerar, relacionado con el parentesco, es el relativo a las enormes diferencias en tributación para el cónyuge viudo en las distintas autonomías y la dificultad en encontrar argumentos que sostengan estas diferencias. En todo caso, se podría plantear un mayor gravamen cuando la edad sea bastante superior a los 21 años o bien el patrimonio preexistente sea elevado, y ello suponga que el contribuyente tenga más posibilidades de generar rentas y, de ese modo, el impuesto no resulte confiscatorio, como puede ocurrir en muchos casos en la actualidad, máxime cuando uno de los principios impositivos más defendidos es el relativo a la no confiscatoriedad de los impuestos. En este sentido, se podría estudiar la posibilidad de establecer un tope de imposición similar al regulado en el Impuesto sobre el Patrimonio con el fin de evitar la confiscatoriedad. Pero utilizar el patrimonio preexistente del causahabiente no en el sentido planteado si no como elemento a través del cual aumentar la progresividad y por lo tanto, la tributación del individuo, es una solución cuestionable y que ninguno de los países europeos de nuestro entorno ha introducido a la hora de configurar el tributo.

El debate acerca de las ventajas e inconvenientes del ISD y su papel en el sistema fiscal actual no se corresponde con su importancia recaudatoria, lo que nos lleva a plantearnos si tiene sentido el mantenimiento del impuesto en estas circunstancias y si se debería sustituir la recaudación obtenida por este impuesto por otras figuras tributarias más modernas, tales como los tributos ambientales, máxime si tenemos en cuenta que las modificaciones normativas van a seguir produciéndose en los próximos años por parte de las distintas autonomías.

6. BIBLIOGRAFÍA

- BLAISE, Y. (dir). Les impôts en Europe. Paris. Delmar. 2006.
- CAAMAÑO ANIDO, M.A. Régimen fiscal de las donaciones. Madrid. IEF. 1993.
- CARBAJO VASCO, D. Transmisión y sucesión en la empresa. Algunas cuestiones fiscales. Crónica Tributaria, nº 70 (1994). Pp. 59-71.
- DE PABLOS ESCOBAR, L. La imposición personal sobre la riqueza: su papel en los sistemas tributarios actuales. Hacienda Pública Española, Monografía 2001. Pp. 281-322.
- DE PABLOS ESCOBAR, L. Incidencia y tipos efectivos del Impuesto sobre el Patrimonio e Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones. Papeles de Trabajo del Instituto de Estudios Fiscales, nº 4/06.
- DOMINGO SOLANS, E. La imposición patrimonial. Revista del Instituto de Estudios Económicos, nº 1 (1990). Pp. 57-64.
- FERRARI HERRERO, I y ARNÁIZ TOVAR, G. Impuesto sobre Sucesiones: datos para un informe. Papeles de Economía Española, nº 30/31 (1987). Pp. 249-264.
- FRANCIS LEFEBVRE (ed). Fiscal 2006. Madrid. 2006.
- MARTINEZ ESTERUELAS, C. El Impuesto de Derechos Reales y sobre Transmisiones de Bienes. Revista de Derecho Financiero y Hacienda Pública, nº 41 (1961). Pp. 575-605.
- MENENDEZ HERNANDEZ, J. Breve inventario de los preceptos problemáticos en el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones. Impuestos, nº 4 (1992). Pp. 7-19.
- PEREZ-FADÓN. J. Guía del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones. Bilbao. CISS. 2004.
- PORTILLO NAVARRO, M. J. La tributación de las donaciones de cantidades de padres a hijos para la adquisición de la vivienda habitual. Quincena Fiscal, nº 21-22 (2004). Pp. 65-71.
- <http://www.aeat.es>
- <http://www.ief.es>
- <http://www.reaf.es>

Entrevista a Esther Ortiz Martínez

Directora General de Economía y Planificación de la Comunidad Autónoma de la Región de Murcia (CARM)



1. Desde que asumió las responsabilidades que se le atribuyen como Directora General de Economía y Planificación, ¿cuál sería el rasgo que mejor define esta etapa?

Creo que si hubiera que elegir una palabra para definir esta etapa sería el sustantivo "crecimiento". Y no sólo porque la coyuntura económica regional sea muy favorable durante estos últimos años, sino porque el asumir estas responsabilidades aporta muchas experiencias, conocimientos y puntos de vista que también hacen crecer a nivel personal. Y destacaría el hecho de que nuestra Administración Regional se nutre del trabajo de muchas y magníficas personas, con independencia de cuál sea el "color" del gobierno regional, a las que la satisfacción del trabajo bien hecho es lo que les mueve cada día, son con estas personas con las que

tengo la fortuna de trabajar diariamente. Además también me ha tocado vivir una coyuntura de continuos cambios, y normalmente los cambios llevan aparejadas grandes oportunidades: el diseño del futuro de la Región de Murcia para el período 2007-2013, que ha implicado la elaboración del Plan Estratégico Horizonte 2010; el diseño del futuro período de programación de Fondos Europeos, el 2007-2013, que se está extrayendo del marco general del Plan Estratégico; el seguimiento, estudio y análisis de la situación económica regional, en un momento de grandes cambios en la fisonomía regional; y el diseño de un sistema estadístico nacional, reforma en la que están implicados los órganos estadísticos autonómicos, en nuestro caso el Centro Regional de Estadística, y el órgano estadístico central, que es el Instituto Nacional de Estadística.

2. ¿Cómo definiría la situación de la Economía Regional?

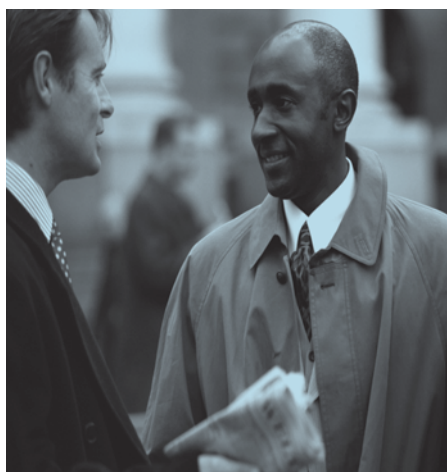
La situación actual de la economía regional es de bonanza sin parangón. En los últimos años se ha crecido a una velocidad de crucero y además se ha generado empleo también a un ritmo vertiginoso. La Región de Murcia ha liderado el crecimiento nacional en el período 2000-2005 según datos oficiales del Instituto Nacional de Estadística, a gran distancia de la media de crecimiento nacional. Además los datos de mercado de trabajo tampoco podían ser mejores, pues actualmente la tasa de paro está en los niveles más bajos conocidos, alcanzado mes a mes mínimos históricos, y no sólo se está creando empleo, sino que vamos más allá incidiendo en que el empleo que se cree sea de calidad. En términos generales, los dos únicos indicadores que hasta

Creo que si hubiera que elegir una palabra para definir esta etapa sería el sustantivo "crecimiento"



si nuestro crecimiento demográfico hubiese seguido el ritmo de la media nacional, nos habríamos situado en el 84,9% del PIB pc español, mientras que nos situamos en el 83,1%.

ENTREVISTA A ESTHER ORTIZ MARTÍNEZ



se han celebrado dos mesas horizontales de ordenación del territorio, se ha incluido la ordenación del territorio como tema transversal en todos los aspectos debatidos, se ha analizado el desarrollo sostenible y el respeto al medio ambiente, se han realizado unas proyecciones de población que intentan anticipar cifras de habitantes por zonas y otras muchas variables, con el objeto, todo ello, de que el desarrollo de Murcia sea ordenado y sostenible.



ahora se nos resistían eran los precios, medidos a través del Índice de precios al consumo, y los indicadores per cápita, normalmente el más utilizado es el indicador de PIB per cápita. El primero de ellos, el IPC, que mide la inflación, supera la capacidad de acción del gobierno regional con creces, y buena prueba de ello es que el último dato oficial aparecido, el IPC del mes de septiembre, ha supuesto para la Región de Murcia una caída de un punto porcentual con respecto al dato del mes anterior, situándose en el 3,1, y reduciendo enormemente nuestro diferencial con la media nacional, que ha quedado en el 2,9, todo ello debido al descenso del componente de los transportes, motivado por el descenso a su vez de los combustibles y carburantes, y ello debido claramente al descenso del precio del petróleo, que en nuestra región pesa sobre el indicador de la inflación mucho más que en el resto de regiones españolas (es la segunda Región en la que más pesa este componente en la ponderación del IPC sólo por detrás de Castilla-La Mancha) y representa más de la cuarta parte de la variación de los precios. Ello nos muestra que, tanto si se dan subidas, como si se dan bajadas en el precio del petróleo, los precios regionales se verán afectados sobremanera, y por lo tanto, el margen de maniobra regional sobre esta variable es nulo. Sobre el segundo indicador, en realidad, indicadores per cápita, el PIB per cápita es la medida más utilizada para medir la convergencia, y en este punto la Región se ve penalizada, porque a pesar de su gran crecimiento económico (que aparecería en el numerador del indicador) y la gran capacidad de absorber el crecimiento poblacional del mercado de trabajo, el crecimiento de la población en la Región, debido sobre todo a la inmigración, ha superado con creces cualquier media de referencia (crecimiento de población que se incluiría en el denominador) con lo que los datos per cápita hacen que nuestra aproximación a cualquier referencia sea más lenta, como ejemplo, el crecimiento de la población en Murcia en el año 2005 ha sido

del 2,7%, mientras que en España ha sido del 1,65%, si nuestro crecimiento demográfico hubiese seguido el ritmo de la media nacional, nos habríamos situado en el 84,9% del PIB pc español, mientras que nos situamos en el 83,1%.

3. Al hilo de lo anterior, ¿nos podría indicar cuál es su posición en relación a la inmigración y cómo afecta a nuestra economía?

Según los datos provisionales del Padrón Municipal de Habitantes a 1 de enero de este año 2006 publicados por el Instituto Nacional de Estadística, la Región de Murcia ha sido la tercera comunidad autónoma española con mayor proporción de población extranjera, exactamente un 13,3% de nuestra población en la Región es extranjera, muy por encima de la media nacional que se sitúa en un 8,7%.

Todos hemos sido testigos de este fenómeno inmigratorio que en los últimos años se ha agudizado profundamente, y que está estrechamente relacionado con nuestra bonanza económica: el crecimiento económico genera ofertas de mano de obra en el mercado de trabajo, y a su vez la oferta de mano de obra cubierta por una demanda acorde genera e impulsa un mayor crecimiento económico. Existen estudios a nivel europeo que obtienen conclusiones de las que se desprende que la inmigración ha contribuido al crecimiento económico de una forma considerable, e incluso asignan un porcentaje del crecimiento del PIB a la contribución de la mano de obra inmigrante, y por lo tanto es claro que la inmigración ha contribuido mucho al crecimiento económico que estamos viviendo en la Región en los últimos años.

4. Se ha hablado mucho del sector de la construcción e inmobiliario, ¿qué nos puede indicar desde la Dirección General sobre el particular?

En la primera mitad del presente año 2006 el crecimiento económico de la Región se ha debido a la contribu-



el mejor lugar para vivir



elmejorlugarparavivir.com ■ ■ ■

VISITE PISO PILOTO

+ info: 902 011 070

ENTREVISTA A ESTHER ORTIZ MARTÍNEZ

Nuestro tejido empresarial es potente y se va fortaleciendo y afianzando, de tal manera que el índice de producción industrial, que es uno de los indicadores coyunturales más relevantes, ha mantenido un ritmo de crecimiento muy importante hasta el pasado mes de agosto



ción positiva de todos los sectores productivos, y dentro de ellos la contribución al crecimiento del subsector de la construcción sigue siendo importante, y así lo demuestran indicadores propios del mismo como el incremento en el consumo de cemento, el aumento del empleo en la actividad constructora, el continuo aumento en las viviendas visadas y terminadas, el crecimiento en el número de hipotecas, o el crecimiento de la obra pública y civil licitada. Aunque ya a lo largo del año pasado, el 2005, se observaba cierta tendencia a la desaceleración en el crecimiento de la construcción, lo que no quiere decir contribuciones negativas al crecimiento, sino moderación de las altas tasas de crecimiento registradas en los últimos años. Todo ello debido a ciertos factores que inciden directamente, como son la subida gradual de los tipos de interés hipotecarios, y la madurez del ciclo alcista de la construcción, tras varios años de fuerte expansión. Ello conllevará que la demanda se relaje, tal y como anticipa la paulatina desaceleración de los precios en el mercado inmobiliario.

Después de estos datos ciertos y objetivos, y como bien se me ha planteado en la pregunta, para valorar el papel de la construcción en la Región, utilizaré una frase de nuestro Presidente, Ramón Luis Valcárcel, que creo define perfectamente cuál es nuestra situación: "hemos llegado a tiempo porque hemos llegado tarde", y por ello estamos en las mejores condiciones de programar un crecimiento sostenible, respetuoso con el marco natural, en el que todos quepamos cómodamente.

Y de nuevo me tengo que remitir a la labor planificadora, porque esto es lo que hemos hecho, planificar el desarrollo futuro de la Región elaborando el Plan Estratégico para el período 2007-2013, intentando anticiparnos y dar respuesta a todas estas exigencias que en lo que se refiere a construcción tenemos todos los ciudadanos de esta Región. Por ello, se han celebrado dos mesas horizontales de ordenación del territorio, se ha incluido la ordenación

del territorio como tema transversal en todos los aspectos debatidos, se ha analizado el desarrollo sostenible y el respeto al medio ambiente, se han realizado unas proyecciones de población que intentan anticipar cifras de habitantes por zonas y otras muchas variables, con el objeto, todo ello, de que el desarrollo de Murcia sea ordenado y sostenible.

5. Siguiendo con lo anterior, ¿tienen algún dato o informe reciente sobre la evolución del "tejido empresarial" en la Región de Murcia?

El tejido empresarial murciano está compuesto en su gran mayoría de pequeñas y medianas empresas, con un elevado porcentaje de empresas familiares. Los datos más recientes que tenemos sobre nuestro sector secundario es que mantiene el mismo tono de crecimiento durante el primer semestre de este año 2006, creciendo un 1,6%, lo que implica que se supera el crecimiento de la industria española en 4 décimas porcentuales. Nuestro tejido empresarial es potente y se va fortaleciendo y afianzando, de tal manera que el índice de producción industrial, que es uno de los indicadores coyunturales más relevantes, ha mantenido un ritmo de crecimiento muy importante hasta el pasado mes de agosto, siendo éste el último dato del que se dispone, situándose en el tercer puesto por comunidades autónomas y muy por encima de la media nacional, tal y como ha estado ocurriendo durante los últimos años. La relación de nuestra industria con el sector exterior también se está recuperando en lo que llevamos de año, habiendo crecido las exportaciones industriales hasta julio más del doble de lo que crecieron en el mismo período del año anterior, y en lo que se refiere a empleo del sector, se ha producido en lo que llevamos de este año también una recuperación de las afiliaciones, frente al descenso que ha tenido lugar a nivel nacional. Además el indicador del clima industrial refleja resultados muy favorables, de expectativas muy optimistas para el sector, lo que se concretará

en un buen tono también de crecimiento durante la segunda mitad de este año, y conllevará datos de cierre de 2006 de buena situación para nuestro tejido empresarial.

Nuestra Región además se caracteriza por su gran dinamismo empresarial, continuamente se están creando empresas, tal es así que desde el año 2000, el número de establecimientos que operan en la Región se ha incrementado en un 28%, pasando en valores absolutos de 81.391 establecimientos, a una cifra de 104.138 establecimientos, lo que implicaría en términos muy aproximados, que se están creando una media de más de diez empresas al día que operan en la Región con independencia de dónde tengan su domicilio social.

Y cómo no, para terminar, debo hacer referencia también a los esfuerzos planificadores que se han hecho y se están haciendo en este sentido, por ello dentro del Plan Estratégico de la Región se recoge el marco general sobre el que se está desarrollando, ya de forma sectorial, un Plan Industrial para la Región de Murcia, que debe servir de guía para el desarrollo de nuestro tejido empresarial en los próximos años.

6. Usted coordinó la elaboración del Plan Estratégico de la RM, así como el documento Horizonte 2010, ¿hacia dónde mira la economía murciana y cuáles serían los principales objetivos a alcanzar?

El Plan Estratégico de la Región de Murcia para el período 2007-2013 ha sido el resultado de un proceso de participación abierto a todo aquel que ha querido aportar algo al diseño del futuro de nuestra Región. Las múltiples fórmulas de participación que se articularon han sido todo un éxito, y ciertamente pensamos que el ejercicio de planificación ha merecido la pena, aunque ahora la labor que queda no es nimia, y el resultado de este trabajo debe concretarse en alcanzar cinco grandes objetivos estratégicos que son:

1. El crecimiento y la calidad en el empleo

2. La sociedad del conocimiento

3. La sostenibilidad territorial y ambiental

4. La cohesión y el bienestar social

5. El refuerzo de la capacidad institucional y la imagen exterior de la Región de Murcia

A su vez estas cinco grandes metas a las que debe tender el desarrollo regional se concretan en alcanzar unos objetivos cuantificados en el horizonte temporal del Plan Estratégico, que son lo que hemos denominado indicadores estratégicos, cuantificables y comparables con las metas que España se ha impuesto en el Programa Nacional de Reformas para alcanzar los objetivos de la Estrategia de Lisboa y de Gotemburgo. Por lo tanto la economía murciana mira hacia estas altas metas, que suponen que para el año 2010 Europa debe ser la economía más desarrollada y competitiva del mundo, y si esta meta se la ha impuesto Europa, debe ser el resultado del esfuerzo de todas y cada una de sus regiones. En la Región de Murcia haremos un seguimiento puntual de nuestros indicadores estratégicos para detectar si el desarrollo regional va o no por el buen camino y si hay que introducir cambios, pues la labor de planificación es una labor viva y cambiante. Además, estos cinco grandes objetivos estratégicos se concretan más en el siguiente escalón de la estrategia, que son lo que hemos denominado objetivos intermedios, cuya consecución por añadidura llevará a la consecución de los objetivos estratégicos, que mediremos a través de los indicadores estratégicos.

Además, aunque el Plan Estratégico se firmó el pasado mes de julio por parte del Gobierno Regional y los agentes económicos y sociales de la Región, ahora se está profundizando más en esta labor planificadora a través de dos vías, sectorizando, buen ejemplo de ello puede ser el Plan Industrial al que ya me he referido, y territorializando, es decir, teniendo en cuenta las características específicas de determinados municipios de la Región para concretar la estrategia regional en sus especificidades.



ahora se está profundizando más en esta labor planificadora a través de dos vías, sectorizando, buen ejemplo de ello puede ser el Plan Industrial al que ya me he referido, y territorializando, es decir, teniendo en cuenta las características específicas de determinados municipios de la Región para concretar la estrategia regional en sus especificidades.



ENTREVISTA A ESTHER ORTIZ MARTÍNEZ



mientras que en España son las empresas las que acumulan un 55% del gasto total en I+D y la Administración un 16%, en la Región de Murcia las empresas sólo alcanzan el 38% del gasto total en I+D y la Administración llega al 21%.



7. ¿Por qué siempre aparecemos "en la cola" dentro de la innovación y la inversión en I+D?, ¿hay solución?

El análisis comparativo entre comunidades autónomas debe tener en cuenta no sólo los indicadores, sino también las condiciones específicas de cada comunidad autónoma. La mayoría de los programas de fomento de I+D son convocatorias por concurso de ámbito nacional. Las regiones que tradicionalmente han tenido un mayor grado de desarrollo están en mejores condiciones para concurrir a estas convocatorias, presentando proyectos más sofisticados y ambiciosos, frente a los de las regiones más atrasadas, que parten en una situación inicial de desventaja, con lo que se agudizan las diferencias; salvo que se invirtiera más en aquellas regiones más atrasadas, intentando compensar los desequilibrios de partida. A ello además se une que a la hora de medir la innovación y la inversión en I+D también hay distintos indicadores. Un indicador muy utilizado es el que mide los gastos totales internos dedicados a investigación y desarrollo por parte de todo el conjunto ciencia-tecnología-empresa. Estos gastos totales internos engloban tanto los gastos corrientes, que serían gastos de personal y consumos, y materiales y suministros dedicados a I+D, como los gastos de capital, que incluirían la inversión bruta en capital fijo utilizado por las unidades de gasto en los programas de I+D. Los últimos datos de este indicador que ofrece anualmente el Instituto Nacional de Estadística se refieren al año 2004, y sitúan a la Región de Murcia en niveles muy bajos de inversión con respecto a la media nacional, aunque existen claras diferencias con respecto a los sectores de ejecución: mientras que en España son las empresas las que acumulan un 55% del gasto total en I+D y la Administración un 16%, en la Región de Murcia las empresas sólo alcanzan el 38% del gasto total en I+D y la Administración llega al 21%. Un indicador que aporta información más ampliada es el que incluye el Instituto Nacional de Estadística en la

estadística sobre actividades innovadoras, que se refiere al conjunto de actividades que conducen al desarrollo o introducción de innovaciones tecnológicas, y según el cual se ha producido un importante avance de los gastos en actividades innovadoras en el ámbito empresarial en la Región, destacando un crecimiento que duplica la media nacional y que se traduce en una escalada de posiciones de la Región en el ranking nacional que mide la potencia innovadora, de tal manera que según esto la Región de Murcia se sitúa en el grupo de comunidades más activas del conjunto nacional.

Por todo ello es cierto que partimos de una posición débil, pero debe quedar claro que la promoción y el desarrollo de la capacidad tecnológica es una tarea horizontal, que compete a todos los estamentos de la ciencia, la tecnología y la empresa, fortalecida por las diferentes entidades administrativas, departamentos y organizaciones vinculadas a la I+D y distribuida en todos los focos sobre los que sustentar el crecimiento de la capacidad innovadora de la Región. Y bajo este supuesto se ha establecido la estrategia de la Región de Murcia, que como indicador estratégico fija alcanzar el 2% del PIB en gasto total en I+D para el período de vigencia del Plan, el mismo objetivo que se marca España en el Programa Nacional de Reformas para realizar su contribución a la Estrategia de Lisboa. La solución pasa por convertir en realidad todas las líneas de actuación que se han fijado sobre esta materia, de tal manera que así se irán consiguiendo las metas marcadas, que además en el área de la I+D+i necesitan de un cierto tiempo para que se vean los resultados de esta inversión.

8. Últimamente estamos viendo noticias que apuntan que debido a la disminución de los fondos europeos y otras posiciones en relación a los presupuestos, la Región si desea seguir creciendo debe acudir al endeudamiento con el sistema financiero, ¿nos podría comentar esta información?

Es cierto que desde nuestra entrada en la Unión Europea y hasta el anterior período de programación europeo, el 2000-2006, que estamos a punto de concluir, la Región de Murcia, como región de las “más desfavorecidas” con respecto a la media europea ha recibido una gran cantidad de ayudas financieras que han permitido salvar obstáculos importantes que teníamos para hacer posible nuestro crecimiento y multiplicar el efecto de los recursos invertidos, ya que con la misma cantidad de recursos propios se han podido realizar más actuaciones al estar muchas de ellas cofinanciadas por la Unión Europea. La ampliación más reciente de la Unión Europea no tiene precedentes y ha conllevado que al entrar de golpe diez nuevos países con niveles de desarrollo menor, la Región de Murcia deje de ser región objetivo “prioritario”, pero no porque de pronto sea una región de las más ricas, sino por el mero efecto estadístico que supone esta caída de la media de riqueza europea ante una ampliación de estas características, a lo que además se ha unido una discutible negociación de estas perspectivas financieras por parte del gobierno español. Ello supone que los Fondos Europeos que llegarán a la Región para el futuro período, el 2007-2013, se van a reducir drásticamente, y además de manera progresiva durante estos siete años. Pero también es cierto que esta situación que ahora es una realidad, ya se utilizaba como hipótesis de futuro a la hora de elaborar los presupuestos de la Región, era una situación previsible y por lo tanto que se había incorporado al escenario a corto plazo regional. De tal manera que si se quiere seguir invirtiendo al mismo ritmo habrá que buscar fuentes de recursos alternativas, y una de las posibilidades puede ser el recurso a un mayor endeudamiento, situación en la que la Región partiría con la ventaja de estar calificada con un nivel de solvencia muy elevado por dos Agencias de rating internacionales como son Moody’s y Fitch.

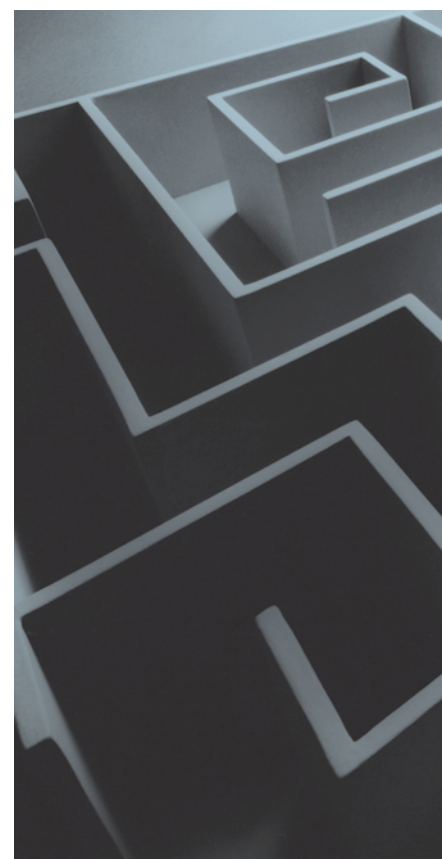
9. Los economistas no somos tan

insistentes con “los denominados coloquialmente modelos de crecimiento”, pero asistimos a un debate continuo y constante en relación al mismo. ¿Nos podría definir, brevemente, cuál es en líneas generales nuestro modelo de crecimiento y desarrollo?

Creo que la clave del éxito ha sido el saber aprovechar las oportunidades que se le han presentado a la Región hasta la actualidad, y una de ellas, y muy importante ha sido la corriente de Fondos Europeos que nos ha llegado, para salvar debilidades y cuellos de botella que tenía la Región, y uno que era muy importante y va inexorablemente ligado al crecimiento económico era la falta de infraestructuras. Una vez que hemos contado con esa base, aunque en los últimos años hemos progresado enormemente en este sentido, aún quedan cosas por hacer, nuestro modelo se ha basado en: una gran inversión en el sector primario, para hacer que sea un sector competitivo, tenemos una agricultura competitiva por sí sola, sin estar subvencionada, que ahora se enfrenta al grave problema de la falta del recurso productivo agua; una industria que se va basando en la diferenciación y afianzando poco a poco aunque de manera sólida, generándose sectores punteros que destacan y que deben ser el futuro de la Región, e impulsada por el motor de la construcción que ha tirado con fuerza del sector secundario durante los últimos años, y un sector servicios que ha ido creciendo aumentando también su contribución al crecimiento, signo de las economías desarrolladas, que se debe consolidar y basar en servicios de calidad, dentro del cual el turismo de calidad se está planteando como una alternativa válida de la que debemos sacar el máximo rendimiento.

10. Para salirnos un poco de la región, ya que esta es una revista de ámbito nacional, ¿nos podría indicar cual es su visión sobre la evolución de la economía nacional e internacional?

El escenario económico mundial tam-



De tal manera que si se quiere seguir invirtiendo al mismo ritmo habrá que buscar fuentes de recursos alternativas, y una de las posibilidades puede ser el recurso a un mayor endeudamiento, situación en la que la Región partiría con la ventaja de estar calificada con un nivel de solvencia muy elevado por dos Agencias de rating internacionales

ENTREVISTA A ESTHER ORTIZ MARTÍNEZ



La economía española ha seguido en el último año un buen ritmo de crecimiento, aumentando su diferencial positivo con respecto a la media de la zona euro, en un contexto de creación de empleo y descenso de la tasa de paro



bién ha estado marcado por una época de elevado dinamismo, siendo impulsado su crecimiento por EE.UU. y las economías emergentes de Asia, en particular China e India. Este contexto de estabilidad económica durante el pasado año 2005 hizo que la subida de los precios del petróleo tuviera un impacto relativamente moderado sobre los precios. Aunque se cerró el año 2005 quedando pendientes dos incertidumbres importantes: la posibilidad de la elevación de los tipos de interés, que estaban en niveles anormalmente bajos, y la posible revisión de las expectativas de las rentas futuras de los agentes, marcadas en los últimos años por revalorizaciones del precio de determinados activos, sobre todo, la vivienda.

En lo que llevamos de año 2006 el crecimiento de la economía mundial se ha acelerado, incluso a pesar del constante aumento de los precios del petróleo, que también han sufrido ciertas bajadas desde niveles máximos. Las expectativas de crecimiento para el cierre de 2006 y el 2007 siguen siendo buenas, confirmando la capacidad de la economía mundial de mantener un importante tono de actividad a pesar de crisis naturales o subidas de los precios energéticos, resultado además de cierto proceso de convergencia en los ritmos de crecimiento de las distintas economías mundiales. El escenario inflacionista parece que se mantendrá moderado, si el precio del petróleo se mantiene, y como consecuencia de la credibilidad de los bancos centrales y la globalización. Aunque este panorama de bonanza está sometido principalmente a tres riesgos: los desequilibrios exteriores de las economías mundiales, la subida de los precios de los activos inmobiliarios, y la evolución de los precios del petróleo y las materias primas.

La economía española ha seguido en el último año un buen ritmo de crecimiento, aumentando su diferencial positivo con respecto a la media de la zona euro, en un contexto de creación de empleo y descenso de la tasa de paro. Aunque como indicadores desfavorables se pueden destacar

que se mantiene un fuerte desequilibrio exterior, una elevada tasa de endeudamiento, que alcanza niveles que pueden comprometer la renta disponible de las familias y una tasa de inflación que supera la de la eurozona con la consiguiente pérdida de competitividad.

En lo que llevamos del presente año 2006 la economía española ha seguido creciendo pese al alza de los precios del petróleo y la tendencia moderadamente alcista de los tipos de interés, aunque mantiene la incertidumbre sobre los dos grandes desequilibrios que persisten: la inflación y el desequilibrio exterior, con la consiguiente pérdida de competitividad que suponen, que debe ser paliada mejorando la productividad a través de actuaciones concretas que eliminen aquellos aspectos de nuestra economía que limitan su crecimiento potencial.

Por lo tanto aunque el entorno es positivo, aún quedan incertidumbres y desequilibrios que implican establecimiento de actuaciones concretas y desarrollo de políticas macroeconómicas, que puedan convertir la bonanza en crecimiento sostenible y sostenido.

GOBIERNO CORPORATIVO Y DESEMPEÑO FINANCIERO: UN ESTUDIO EMPÍRICO

M. V. López Pérez Universidad de Granada

A. García Santana Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

L. Rodríguez Ariza Universidad de Granada

Resumen

Este trabajo trata de analizar si la adopción de prácticas de buen gobierno produce efectos en la gestión empresarial. Para ello se toma una muestra formada por 50 empresas que cotizan en bolsa, pertenecientes a dos países con distinta tradición en la aplicación de códigos de buen gobierno, Reino Unido y España. Además, se toma otra muestra formada por 50 empresas que no cotizan, de características similares también de las nacionalidades mencionadas. Sobre ellas, analizamos algunos indicadores económico-financieros que habitualmente se emplean para medir el desempeño empresarial y sus variaciones, con el objeto de comprobar si se producen diferencias significativas entre las empresas debido a la adopción de prácticas de buen gobierno para el periodo 1998-2004. El análisis empírico nos lleva a la conclusión de que existen diferencias en el desempeño empresarial.

1. Introducción

Los escándalos financieros de la década de los noventa, la emergencia de los códigos de buen gobierno corporativo a nivel internacional y la creciente importancia de los stakeholders¹ han impulsado una mejora en la transparencia informativa, en los aspectos organizativos de las empresas, en sus estrategias y en sus estructuras de gobierno. Ha supuesto un cambio en la cantidad y contenido de la información divulgada que ha conducido a que la estructura de gestión y decisión se clarifique y se introduzcan los intereses de los diferentes stakeholders como elementos a tener en cuenta en la fijación de los objetivos empresariales.

Estos cambios tienen varios efectos sobre el establecimiento de estrategias empresariales. Así, la adopción de la

filosofía del buen gobierno corporativo supone la introducción de conceptos relacionados con la ética empresarial (Bonn & Fisher, 2005:731) y el desarrollo sostenible². En este contexto, la idea de desarrollo sostenible está adquiriendo fuerza e incrementa la preocupación de las empresas por la responsabilidad corporativa que se plasma a través de una serie de prácticas.

Estas prácticas podrían afectar a los resultados empresariales, provocando efectos diferenciales respecto a empresas que no adoptan este tipo de políticas. En un horizonte temporal más amplio, pueden poner de manifiesto recursos estratégicos capaces de generar ventajas competitivas que se reflejen en los indicadores de rentabilidad. La performance podría verse afectada por la diferenciación y también gradualmente por el cambio de cultura empresarial (Gladwin et al., 1995:897).

2. Objetivos del estudio

Los códigos de buen gobierno dirigen la estructura de gobierno y guían la actuación de las empresas. La divulgación de información sobre prácticas de buen gobierno corporativo debería tener efectos positivos tanto desde un punto de vista interno como externo. Desde la perspectiva interna, constituye una guía para la conducta de la organización y, simultáneamente, explica y orienta las estrategias empresariales. De acuerdo con las guías contenidas en los códigos de buen gobierno, las empresas adoptan prácticas que mejoran sus estructuras de gobierno. De modo inmediato, esto podría originar cambios organizacionales y en la performance, al integrar en las estrategias, además de los aspectos económicos, otros objetivos empresariales como pueden ser los de tipo social o medioambiental, fruto de la adopción de

Este trabajo trata de analizar si la adopción de prácticas de buen gobierno produce efectos en la gestión empresarial



Así, la adopción de la filosofía del buen gobierno corporativo supone la introducción de conceptos relacionados con la ética empresarial

GOBIERNO CORPORATIVO Y DESEMPEÑO FINANCIERO: UN ESTUDIO EMPÍRICO

Se puede entender el gobierno corporativo como un cuerpo de principios y reglas que guían y limitan la acción de los directores



prácticas de buen gobierno.

Desde un punto de vista externo, el buen gobierno corporativo implica la adopción de diferentes medidas para tener en cuenta las demandas de todos los stakeholders (recursos humanos, instituciones públicas, clientes, ONGs, etc.), que pueden tener efectos sobre los indicadores de performance.

En nuestro estudio, queremos contrastar si la adopción de prácticas de buen gobierno afecta a los indicadores económico-financieros de la empresa, al implicar algunos cambios organizacionales, culturales, etc. tomando para ello un grupo de empresas que realiza y divulga sus prácticas de buen gobierno corporativo y otro que no lo hace, para establecer si existen elementos diferenciales respecto a indicadores de performance. Esperamos determinar si se produce un efecto diferencial que nos permita estudiar la posible creación de valor a largo plazo.

La investigación se centra en Europa. Existe un diferente grado de desarrollo de las prácticas de buen gobierno entre empresas pertenecientes al ámbito anglosajón y empresas del continente europeo, donde estas prácticas se han empezado a desarrollar con posterioridad. Esto puede deberse, entre otras razones, a su diferente tradición financiera. En general, la tradición del continente europeo podría definirse como un sistema financiero basado en el sistema bancario y la tradición anglosajona como un sistema financiero basado en el mercado de capitales. Además, los sistemas legales son diferentes y se basan en leyes civiles y leyes comunes, respectivamente. Las empresas de la Europa continental normalmente no adoptan una práctica hasta que son requeridas legalmente a hacerlo, y la influencia del mercado de capitales no es significativa. Por contraste, las empresas británicas han sido alentadas a adoptar prácticas de buen gobierno corporativo como demanda del sistema financiero, basado en el mercado de capitales. Estos hechos han conducido a que la mayoría de las empresas de la Europa continental hayan empezado a divulgar sus prácticas de buen gobierno a comienzos de los 2000 mientras que las empresas británicas lo hicieron a comienzos de la década de los 90.

Generalmente, la literatura revisada en relación con el buen gobierno adopta la perspectiva del mercado de capitales. Se centra en aspectos específicos de gobierno corporativo, tales como la remuneración de consejeros, la composición del consejo de administración, o la vinculación entre el presidente y el director de la compañía (Dalton et al., 1998; Daily & Dalton, 1994). En estos estudios se ha analizado el modo en el que estos aspectos afectan a los indicadores económico-financieros. Los resultados alcanzados han sido diversos, lo que puede explicarse por las diferentes perspectivas teóricas empleadas, la metodología de investigación utilizada y las medidas de desempeño seleccionadas.

3. Antecedentes

Se puede entender el gobierno corporativo como un cuerpo de principios y reglas que guían y limitan la acción de los directores (Mercier, 2004), y puede definirse como una estructura de propiedad, gestión y grupos de interés.

El concepto de gobierno corporativo incorpora a los stakeholders como elemento estructural de la empresa. Este hecho supone un cambio significativo con respecto a concepciones previas de la empresa que se centraban exclusivamente en los accionistas. Desde esta perspectiva, los objetivos no se dirigen sólo hacia la obtención del beneficio y la optimización del valor de los accionistas (Friedman, 1970; Jensen & Meckling, 1976). Actualmente, los objetivos adquieren diferentes formas, tales como mejorar la reputación, el reconocimiento del mercado, el crecimiento sostenible, la responsabilidad social corporativa, etc.

3.1. Marco teórico

Para analizar la repercusión del gobierno corporativo en la empresa, necesitamos una base teórica donde apoyar la investigación. Esta base teórica nos la proporciona la teoría de la agencia, de la que se deriva la teoría de los stakeholders³. Ambas teorías se basan en acuerdos contractuales y proporcionan una estructura conceptual para analizar tanto las relaciones intra como extra-organizacionales. Las relaciones de agencia pueden definirse como un contrato bajo el cual una parte, el/los



SERVICIO DE INFORMACIÓN ECONÓMICO-EMPRESARIAL DE LA REGIÓN DE MURCIA

- **Directorio empresarial de empresas ubicadas en la Región.**

Contiene datos de localización y económicos de más de 6.800 empresas. Permite, mediante enlaces a sus web, la localización de productos y servicios así como mantener contactos comerciales, tecnológicos y de cooperación.

- **Estudios con periodicidad anual sobre la situación y evolución de la Pyme:**

Análisis coyunturales de la evolución y características del tejido empresarial de la Región en su conjunto.

- **Información económica de sectores y actividades económicas.**

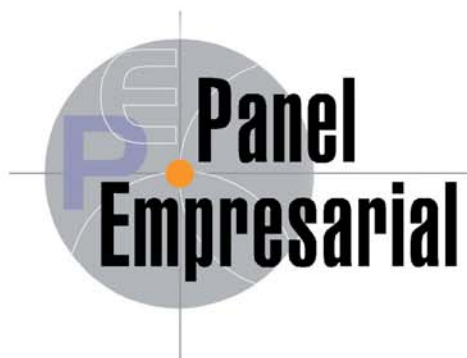
Compuesta por más de 1.100 informes, proporciona una visión económica y financiera de cada uno de los sectores y actividades económicas según tamaño de empresa; y da a conocer la composición del tejido empresarial por comarcas y actividad económica enumerando sus sociedades más representativas.

- **Herramienta interactiva de autoevaluación empresarial.**

Facilita las fortalezas y debilidades de la empresa analizada, ayudando al empresario a observar la situación real de su compañía respecto a su sector y propiciar la toma de decisiones.

- **Estadísticas de variables económicas y estudios de sectores específicos.**

Resumen de principales variables macroeconómicas de la Región y monográficos sectoriales y de diversas temáticas empresariales.



GOBIERNO CORPORATIVO Y DESEMPEÑO FINANCIERO: UN ESTUDIO EMPÍRICO

Esto supone la búsqueda del crecimiento a largo plazo e implica un cambio de mentalidad para intentar satisfacer las exigencias de los distintos grupos de interés.



agente/s, se compromete a llevar a cabo determinadas acciones en beneficio de otra parte, el/los principal/es (Jensen & Meckling, 1976:310).

Bajo el enfoque de los stakeholders, la empresa es considerada como una red de contratos, donde las relaciones se establecen de forma multilateral. La rendición de cuentas se realiza, no sólo ante los accionistas, sino ante los diferentes partícipes, aunque otorgándoles diferentes grados de importancia. De la satisfacción de sus demandas depende, en gran parte, la supervivencia de la unidad económica.

Esto supone un incremento del número de principales, lo cual hace necesario considerar sus necesidades e intereses en los objetivos que se fijan y en las estrategias empresariales.

Se entiende que los distintos partícipes presentan diferentes intereses, que son capaces de influir en los objetivos y decisiones de la empresa (Freeman, 1984; Donaldson & Preston, 1995 y Jones, 1995). El desafío de las compañías reside en ponderar y equilibrar la relevancia de los distintos grupos de stakeholders (Phillips & Reichart, 2000 y Melis, 2004:34). La gestión de los stakeholders llega a ser crucial para la obtención de beneficios y para asegurar la supervivencia de la empresa (Carroll & Buchholtz, 2003; Preston & Sapienza, 1990).

Cuando el énfasis se sitúa en la visión de los partícipes, surge una nueva concepción de la firma, que en la definición de sus estrategias no sólo considera aspectos económicos, sino también éticos (Bonnafeous-Boucher, 2005:38). En la medida que los intereses de los stakeholders se van definiendo, surgen nuevas exigencias para las empresas, a las que deben responder. A pesar de que en el largo plazo los intereses de los diferentes stakeholders pueden converger en la creación de valor y en la supervivencia de la corporación (Dezani, 1981), a corto plazo cada stakeholder puede tener intereses diversos y necesidades informativas diferentes. Surge así la importancia de la identificación de los stakeholders (inclusión-exclusión), su jerarquización respecto a la organización y la extensión y los límites de sus acciones.

Desde la perspectiva de los stakehol-

ders, las empresas se obligan a buscar estrategias que no perjudiquen a ninguno de los grupos de interés implicados y que aseguren un cierto crecimiento potencial. Esto supone la búsqueda del crecimiento a largo plazo e implica un cambio de mentalidad para intentar satisfacer las exigencias de los distintos grupos de interés.

En función de las exigencias de los grupos de interés, la empresa determinará cómo gestionar sus recursos. Esas necesidades marcan las directrices del gobierno corporativo hacia una filosofía de sostenibilidad. La adopción de la filosofía de la sostenibilidad supone el abandono de la teoría económica clásica⁴ y el desarrollo de estrategias empresariales que recojan objetivos más amplios que el de maximizar exclusivamente los intereses de los accionistas. Se orienta la atención hacia las demandas de todos los stakeholders, de cuya satisfacción depende el éxito de la firma a largo plazo (Freeman, 1984; Hardjano & Klein, 2004; Buchholz & Rosenthal, 2005).

Desde el punto de vista de la gestión empresarial, resulta fundamental clarificar el vínculo entre estos recursos y los resultados futuros de la empresa. Los efectos de esas prácticas pueden trasladarse a los rendimientos futuros de la organización y ser medidos a través de indicadores económico-financieros.

El resultado, sin embargo, no es el único parámetro que debe ser objeto de estudio. Por ello, una vez puesto de manifiesto el impacto sobre los indicadores económico-financieros, la búsqueda debe orientarse hacia otros indicadores que muestren cómo se satisfacen las demandas de los diversos stakeholders.

3.2. Los Informes de Buen Gobierno Corporativo

La aparición de los códigos de buen gobierno ha supuesto un fuerte impulso en la homogeneización de criterios en relación a la estructura y funcionamiento de los consejos de administración. Estos códigos constituyen los fundamentos para el establecimiento de estándares de buen gobierno, que se han centrado en varios aspectos concretos.

En el área europea, de acuerdo con la Tabla 1, el informe británico constituye

el primer antecedente, al cual le siguieron propuestas de otros países. Posteriormente, se han revisado los textos, desarrollando, mejorando y clarificando los temas incluidos en los informes iniciales.

Para la mayoría de los países, el impulso definitivo se produjo a comienzos de los 2000, cuando los organismos reguladores de los mercados de capitales exigieron un informe anual de gobierno corporativo de carácter obligatorio para las empresas que cotizan en bolsa.

4. Metodología

Según hemos señalado, el objetivo de este trabajo es poner de manifiesto si existe una relación entre los resultados empresariales y el cambio producido en la gestión debido a la aplicación de códigos de buen gobierno. Para ello contrastamos empíricamente el efecto que tiene la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo sobre los indicadores económico-financieros.

Aunque, evidentemente, no puede establecerse una relación directa entre ambos hechos, puesto que los indicadores de desempeño recogen el efecto de múltiples factores, y no exclusivamente de los que podrían derivarse de la adopción de medidas concretas (Hilb, 2005:571), sí que puede evidenciar una potencial correlación, que debería ser estudiada en el largo plazo. En cualquier caso, si no se diera dicha correlación, sí que podría deducirse que los efectos de las políticas de buen gobierno corporativo no se traducen en variaciones significativas en los indicadores de desempeño empresarial, al menos en el corto plazo. Del mismo modo, las diferencias significativas a largo plazo, pueden deberse a la adopción de estas prácticas o responder a otros factores, además de los que estamos analizando. Se trata de contrastar si hay diferencias significativas entre empresas españolas y británicas que adoptan y divulgan sus medidas de buen gobierno corporativo y otras que todavía no lo hacen. Para ello, tomamos dos muestras, formadas cada una por 50 empresas de similar tamaño y que operan en mercados equivalentes. Un grupo de empresas cotiza en el mercado de capitales; los índices utilizados son, concretamente, el IBEX355 y el Dow Jones Sustainability Index (DJSI)6. Las empresas pertene-

cientes a este grupo divulgan información sobre prácticas de gobierno corporativo. El otro grupo está formado por 50 empresas españolas y británicas que no cotizan en el mercado de capitales y no divulgan este tipo de información.

La muestra total está formada por 100 empresas de dos nacionalidades: británicas, con una mayor tradición en la aplicación de códigos de buen gobierno, y españolas, que han adoptado recientemente estos códigos. Esto nos permitirá comprobar si se producen diferencias significativas en indicadores

Tabla 1. Informes de Buen Gobierno Corporativo

País	Año	Informe
Reino Unido	1992	Informe Cadbury: Aspectos financieros del Gobierno Corporativo
Reino Unido	1995	Informe Greenbury
Francia	1995	Informe Viénot I
Países Bajos	1997	Informe Peters : " Gobierno Corporativo en los Países Bajos- Cuarenta recomendaciones "
Reino Unido	1998	Informe Hampelt
Alemania	1998	Informe KontraGesetz
Bélgica	1998	Informe Cardon
España	1998	Código Olivencia: " Gobierno para empresas que cotizan ". Informe elaborado por la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades
Francia	1999	Informe Viénot II
Grecia	1999	Informe Mertzanis: " Principios de Gobierno Corporativo para Grecia "
Irlanda	1999	Informe IAIM : " Estado de Buenas Prácticas en el Rol y Responsabilidades del Director en Compañías Públicas Limitadas ".
Italia	1999	Código Preda: Informe y Código de Conducta
Portugal	1999	Recomendaciones sobre Gobierno Corporativo
Dinamarca	2000	Guía de Gobierno Corporativo para empresas que cotizan
Alemania	2000	Código alemán de Gobierno Corporativo
Grecia	2001	Principios de Gobierno Corporativo
Suecia	2001	Política de Gobierno Corporativo
Reino Unido	2001	Código de Buenas Prácticas
Austria	2002	Código austriaco de Gobierno Corporativo
Italia	2002	Código de Gobierno Corporativo
Suiza	2002	Gobierno Corporativo: Código suizo de buenas prácticas
Finlandia	2003	Recomendaciones sobre Gobierno Corporativo
España	2003	Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas (Informe Aldama)
Reino Unido	2003	El Código Combinado de Gobierno Corporativo

Para alcanzar los objetivos propuestos, analizamos la situación y la evolución del negocio experimentada en los últimos siete años (1998-2004) en los dos grupos de empresas.



de performance entre empresas que divulgan prácticas de buen gobierno desde comienzos de los 2000 y otras que lo hacen desde comienzos de la década de los 90.

Las empresas de la muestra desarrollan actividades muy diversas, que se resumen en la Tabla 2.

Tabla 2. Sectores de actividad incluidas en la muestra

Sectores de actividad
Bienes y Servicios Industriales
Comida y Bebida
Atención sanitaria
Telecomunicaciones
Químicas
Bienes y Servicios Cíclicos
Bienes y Servicios No-cíclicos
Servicios generales
Tecnología
Automóviles
Minoristas
Bienes de Equipo
Construcción
Medios de Comunicación
Energía

Partimos de una muestra formada por empresas homogéneas respecto al tamaño y sector de actividad. Las empresas presentan características similares en inversiones, economías de escala, mercados en los que operan, etc. En la medida de lo posible, la diferencia más significativa entre los dos grupos de empresas elegidas es la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo.

La información utilizada se ha obtenido a partir de la base de datos AMA-DEUS, y de los informes disponibles de las empresas de la muestra en Internet. Para alcanzar los objetivos propuestos, analizamos la situación y la evolución del negocio experimentada en los últimos siete años (1998-2004) en los dos grupos de empresas. A través de test no paramétricos se contrasta si presentan similares características económico-financieras. El horizonte temporal elegido se extiende desde 1998 hasta el último año disponible, 2004.

4.1. Variables empleadas e hipótesis planteadas

La situación y la evolución del negocio se estudian a través de una serie de variables empleadas usualmente para medir la performance empresarial (Simpson & Kohers, 2002, Wenzel & Thiewes, 1999; Cochran & Wood, 1984). Se trata de analizar los posibles efectos que se pueden producir por la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo. Los efectos sobre el patrimonio empresarial se miden a través del total de activos (activos) y el capital (capital). El desempeño empresarial se mide a través de los ingresos de la explotación (oper), beneficios antes de impuestos (bai), margen de beneficio (marg), rentabilidad financiera (roe), rentabilidad económica (roa) y coste de capital (kmpe). También se estudiarán los efectos que tienen estas políticas sobre el crecimiento de dichos indicadores.

Planteamos 6 hipótesis, en cada una de las cuales se analiza si existen diferencias significativas entre empresas españolas que cotizan y que no cotizan, entre empresas británicas que cotizan y no cotizan y, finalmente, entre empresas cotizadas españolas y británicas. Se contrasta si se producen diferencias entre ellas y, en el caso de que existan, si se mantienen en el tiempo, es decir, si en esta diferenciación influye el número de años durante los cuales se han aplicado estas prácticas.

Además, a través del estudio de las variaciones de los indicadores considerados, se pueden poner de manifiesto los posibles cambios de estrategias que pudieran producirse. En el caso de las empresas cotizadas, españolas y británicas, se trata de ver si incide en la diferenciación el tiempo que se llevan aplicando estas prácticas.

Contrastamos las siguientes hipótesis: H1: No existen diferencias significativas respecto a la situación y evolución de los activos.

A priori, el hecho de divulgar información sobre prácticas de gobierno corporativo no tendría que influir en el volumen de activos de una empresa en el corto plazo (Gladwin et al., 1995:897). En el corto plazo, un gobierno bien estructurado puede adoptar políticas que conducen a una

asignación de recursos más eficiente. La adopción de prácticas de gobierno corporativo puede conllevar cambios en la gestión, que podría ocasionar una redistribución de los recursos disponibles, pero no necesariamente en los importes totales (Hart & Milstein, 1999:25). En el corto plazo, la asignación de recursos a nuevas inversiones que se deriven de las prácticas de buen gobierno depende de la disponibilidad de excedos de fondos (Orlitzky et al., 2003:406; McGuire et al., 1988), lo que podría justificar que en el corto plazo no se produjeran diferencias significativas respecto a las entidades que no divulgan información sobre dichas prácticas. En un plazo más largo, la empresa puede fijar estrategias más ambiciosas y prever financiación que le permita asignar los recursos necesarios para efectuar nuevas inversiones.

H2: No existen diferencias significativas respecto a la situación y evolución del capital.

La composición de la estructura financiera será consecuencia del criterio de financiación que adopte la firma en relación a las inversiones realizadas. De este modo, deberían observarse diferencias en la evolución del capital a largo plazo.

Las empresas transparentes divulgan más información y con mayor extensión (Gelb & Strawser, 2001:11). Resulta interesante analizar el modo en el que el coste de capital evoluciona en la muestra considerada y confirmar si se producen diferencias significativas entre empresas que divulgan y no divulgan información sobre sus prácticas de gobierno corporativo. Diversos autores confirman la relación entre la divulgación y el coste de capital (Gelb & Strawser, 2001; Verrecchia, 1983; Dye, 1985; Fishman & Hagerty, 1989; Simpson & Kohers, 2002:103; Sengupta, 1998).

Además, si la entidad decide buscar nuevos inversores podría apoyarse, entre otras estrategias, en proporcionar una determinada imagen de buen gobierno y transparencia (Lang & Lundholm, 1993; Frankel et al., 1995; Sengupta, 1998).

H3: No existen diferencias significativas respecto a la situación y evolución de los ingresos de la explotación.

Los cambios en la gestión deben refle-

jarse en la cuenta de resultados en forma de variación del volumen de negocio y aprovechamiento de los recursos. El primero de los factores se mide a través de la variación de los ingresos de explotación. Si los bienes o servicios ofrecidos por la empresa poseen elementos diferenciales respecto a los de las firmas competidoras, pueden producir un aumento de las ventas que quedaría recogido en los ingresos de explotación. Estos aspectos se podrían observar en el largo plazo (Ogrizek, 2002).

También se ha estudiado la forma en la que las empresas gestionan el impacto de los escándalos que pueden dañar su reputación. Los estudios previos revisados afirman que las prácticas de buen gobierno favorecen la legitimación ante los stakeholders, ofreciendo una imagen positiva de la empresa y mejorando su reputación (Hedstrom et al., 1998; Fombrun & Shanley, 1990; Orlitzky et al., 2003; Adams, 2002; Weigelt & Camerer, 1988). Esta forma de operar también permite a las firmas minimizar los riesgos que se puedan derivar de las malas noticias (Beekes et al., 2004:48) y de los boicots de los consumidores (Adams, 2002).

H4: No existen diferencias significativas respecto a la situación y evolución del beneficio antes de impuestos.

Desde el punto de vista del presente trabajo, la adopción de criterios de buen gobierno por parte de las empresas podría suponer un cambio en el desempeño económico-financiero, debido a los cambios en la gestión. Esto podría observarse a través del cambio en el aprovechamiento de los recursos disponibles, que se reflejaría en una variación del resultado. En ese caso, esta hipótesis se rechazaría. En el corto plazo, un cambio en el beneficio antes de impuestos, si ocurre, se debería a la variación de costes, ya que no existe suficiente margen de tiempo para producir ventajas competitivas que afecten a las ventas.

H5: No existen diferencias significativas respecto a la situación y evolución del margen de beneficio.

El margen de beneficio relativiza el beneficio respecto a los ingresos de la explotación, por lo que se evita la posible influencia de los precios de venta y



GOBIERNO CORPORATIVO Y DESEMPEÑO FINANCIERO: UN ESTUDIO EMPÍRICO



la adopción de criterios de buen gobierno por parte de las empresas podría suponer un cambio en el desempeño económico-financiero, debido a los cambios en la gestión.



la tasa de actividad. Por esta razón, el margen de beneficio es un mejor indicador del grado de aprovechamiento de los recursos y puede servirnos como medida de desempeño empresarial. Esto podría significar que las empresas son capaces de crear valor a partir de la utilización de menos recursos (Hedstrom et al., 1998; Majumdar & Marcus, 2001).

H6: No existen diferencias significativas respecto a la situación y evolución de la rentabilidad.

La rentabilidad es la medida de desempeño económico por excelencia. Las diferencias en los ratios de rentabilidad indican un diferente grado de aprovechamiento de los recursos estratégicos sobre los que la empresa y los sistemas de gestión actúan, así como un fortalecimiento de su posición competitiva (Preston & O'Bannon, 1997; Waddock & Graves, 1997; Kettinger et al., 1994; Wenzel & Thiewes, 1999). Existe una abundante literatura que relaciona las medidas de transparencia con los indicadores de rentabilidad (Griffin & Mahon, 1997).

4.2. Herramienta estadística utilizada y resultados obtenidos

Como no podemos suponer que la distribución de los datos económico-financieros se ajusta a una distribución normal, utilizaremos como herramienta de análisis un procedimiento no paramétrico, concretamente la prueba de U de Mann-Whitney para dos muestras independientes. La herramienta elegida se puede utilizar cuando se dispone de dos muestras independientes y se emplea para contrastar si las distribuciones tienen la misma forma y dispersión, es decir, pertenecen a la misma población.

La aceptación de la hipótesis nula indica que no existen diferencias en el desempeño o en las inversiones y en las políticas de financiación de las empresas que aplican prácticas de buen gobierno corporativo y divulgan información sobre ellas y otras que no lo hacen.

Esto nos lleva a plantearnos si la aplicación de prácticas de buen gobierno por parte de un grupo de empresas conduce a una diferenciación a más largo plazo, lo cual podría constituir ventajas competitivas frente al resto de compa-

ñas. Además, analizaremos si la existencia de una mayor tradición en la aplicación de códigos de buen gobierno incide en los indicadores de performance empresarial.

Para comprobarlo, se realiza el análisis desde 1998 a 2004, comparando, en primer lugar, 25 empresas españolas pertenecientes al IBEX35 con otras 25 empresas españolas que no cotizan y no divulgan información sobre prácticas de buen gobierno corporativo. El tiempo que se llevan aplicando códigos de buen gobierno corporativo⁷ en España no permite poner de manifiesto cambios estratégicos. Las posibles diferencias entre las empresas podrían producirse por un cambio en el aprovechamiento de los recursos.

En segundo lugar, contrastaremos un grupo de 25 empresas británicas que cotizan en bolsa con otras 25, también británicas, que no lo hacen. En el Reino Unido existe una mayor tradición en la aplicación de códigos de buen gobierno⁸, lo cual permite analizar posibles cambios de estrategia que afecten a elementos patrimoniales.

Finalmente, analizaremos las posibles diferencias entre las empresas cotizadas españolas y británicas de la muestra seleccionada. El objetivo es contrastar si existe una diferenciación cuando las prácticas de buen gobierno corporativo se aplican desde momentos temporales diferentes.

Para llevar a cabo este estudio, tomamos los indicadores de desempeño en términos absolutos, lo que posibilita analizar si existen diferencias entre los grupos de empresas respecto a las estructuras empresariales y los resultados alcanzados. Además, utilizamos las variaciones de estos indicadores en los diferentes periodos de tiempo disponibles desde 1998 a 2004, con el objetivo de analizar los posibles cambios de estrategias que podrían observarse a través de la existencia de variaciones significativas en inversiones, capital o ingresos de la explotación.

La elección del intervalo temporal analizado en este trabajo permite ver los efectos de los posibles cambios de estrategia adoptados por empresas que siguen prácticas de buen gobierno corporativo.

La tabla 10 resume los resultados obte-

nidos en el análisis realizado muestran, del total de variables analizadas en la investigación, aquéllas para las que se producen diferencias significativas entre los diferentes grupos de empresas.

Respecto a la comparación de empresas españolas pertenecientes al IBEX35 y aquéllas que no cotizan, se producen diferencias significativas en los indicadores de beneficio antes de impuestos y en el margen de beneficio, para todos los años considerados. Desde un principio, existen diferencias en los indicadores que se refieren al diferente grado de aprovechamiento de los recursos, lo cual es coherente con la literatura (Orlitzky et al., 2003:406; McGuire et al., 1988). Estas diferencias se mantienen en el horizonte temporal considerado.

Con respecto a las variaciones que experimentan los indicadores de performance analizados en las empresas españolas, no se aprecian diferencias significativas, es decir, para todos los años considerados se acepta la hipótesis nula. Podemos afirmar que, en la muestra considerada, no se ponen de manifiesto cambios de estrategia, medidos a través de la existencia de diferencias significativas respecto al grupo de empresas que no realiza prácticas de buen gobierno, que provoquen una variación en las magnitudes analizadas. Esto puede deberse a que no existe horizonte temporal suficiente.

En relación a las empresas británicas que cotizan en bolsa respecto a las británicas que no cotizan se puede apreciar, en el análisis de los indicadores de performance en términos absolutos, la existencia de diferencias significativas en el activo, estructura de capital, ingresos de la explotación, beneficio antes de impuestos y coste de capital, desde el año 1998 hasta 2002. Estos resultados muestran la existencia de diferencias en las estructuras empresariales, medidas a través del total de activos y capital, y en el volumen de ingresos de la explotación. Estos resultados responden a lo esperado. Pasado un tiempo, las empresas pueden establecer estrategias y prever inversiones para diferenciarse de las empresas que no siguen prácticas de buen gobierno corporativo. En cuanto al volumen de

ingresos de la explotación, puede recoger cómo valora el mercado de consumidores la adopción de prácticas de buen gobierno o el efecto que un gobierno bien gestionado tiene sobre la calidad, tipo de producto, modos de producción, etc. Estas diferencias no son estables y se observa que desaparecen en los años posteriores, debido, probablemente, a la imitación de estrategias por parte de las empresas británicas que no cotizan (Bansal, 2002:126; Ogrizek, 2002; Adams & Zutshi, 2004; Bond, 2005).

La variación de los indicadores de desempeño entre estos grupos de empresas permite apreciar la existencia de diferencias significativas a partir del año 2000 en las variables capital, activos e ingresos de la explotación. Las diferencias respecto al total de activos y financiación puede expresar que la empresa está realizando nuevas inversiones o inversiones significativamente diferentes, que requieren nuevas fuentes de financiación. Podría decirse que las empresas, a través de estas estrategias de diferenciación y, teniendo como marco las prácticas de buen gobierno corporativo, buscan recursos estratégicos que puedan ocasionar ventajas competitivas (Ho, 2005) que podrían mostrarse en los indicadores de performance medidos en términos absolutos en un momento posterior. Si esto es así, en el futuro volverían a aparecer diferencias significativas en los indicadores de gestión en términos absolutos. La idea que subyace es que las prácticas de buen gobierno van generando cambios en la cultura y en la filosofía de gestión, ocasionando políticas de inversión significativamente diferentes a las empresas que no adoptan estas prácticas. Concretamente, estas inversiones se enmarcan dentro de la filosofía del desarrollo sostenible, que exige adoptar políticas en aspectos medioambientales y sociales, que pueden ocasionar efectos diferenciales en las inversiones. En el plazo considerado, además, el mercado puede valorar estas prácticas, lo cual podría suponer una variación de ingresos de la explotación significativa, respecto a las empresas que no divulgan información sobre buen gobierno corporativo, tal como se pone de manifiesto a partir del año 2001.

Estos resultados muestran la existencia de diferencias en las estructuras empresariales, medidas a través del total de activos y capital, y en el volumen de ingresos de la explotación



Respecto a las variaciones que experimentan los indicadores, se aprecia, desde el año 1999, la existencia de diferencias significativas en inversiones, ingresos de la explotación, beneficios antes de impuestos y rentabilidad, lo cual indica cambios en las estrategias de inversión y en el aprovechamiento de recursos de las empresas británicas que cotizan frente a las empresas españolas cotizadas.

GOBIERNO CORPORATIVO Y DESEMPEÑO FINANCIERO: UN ESTUDIO EMPÍRICO

Los indicadores económico-financieros incluyen el efecto de múltiples factores y no sólo los que se derivan de la adopción de medidas específicas de gobierno corporativo.



Se aprecia que, en el corto plazo, tomando como referencia las empresas españolas, no existen diferencias en cambios de estrategias.

algunos de los efectos positivos que se derivan del cambio cultural, que conlleva la mayor transparencia en el gobierno, no se verán a través de los indicadores de desempeño.

Finalmente, respecto a la comparación entre las empresas británicas y españolas que cotizan en mercados de capitales, deberíamos obtener unos resultados similares al grupo de empresas británicas cotizadas y no cotizadas. Sin embargo, de la observación de los indicadores en términos absolutos, se deduce que existen diferencias significativas en ingresos de la explotación, margen de beneficio, rentabilidad y coste de capital. Esto significa que existen diferencias en el aprovechamiento de recursos y en el coste de financiación (Beiner et al., 2004; Himmelberg et al., 2002; Lombardo & Pagano, 2002), las cuales tienden a desaparecer a partir del año 2003.

Respecto a las variaciones que experimentan los indicadores, se aprecia, desde el año 1999, la existencia de diferencias significativas en inversiones, ingresos de la explotación, beneficios antes de impuestos y rentabilidad, lo cual indica cambios en las estrategias de inversión y en el aprovechamiento de recursos de las empresas británicas que cotizan frente a las empresas españolas cotizadas. Estos resultados resultan coherentes con los resultados obtenidos en la muestra de empresas británicas, ya que la tradición de las prácticas de buen gobierno en empresas españolas es menor que en las empresas británicas y no hay horizonte temporal para que los cambios de estrategia se hayan plasmado en incrementos de inversiones.

5. Conclusiones

No podemos establecer, de forma evidente, una relación directa entre las prácticas de buen gobierno y el desempeño económico-financiero. Los indicadores económico-financieros incluyen el efecto de múltiples factores y no sólo los que se derivan de la adopción de medidas específicas de gobierno corporativo. Puede darse una correlación que podrá ser estudiada a largo plazo. En cualquier caso, en el corto plazo, si esa correlación no se produce, podríamos deducir que los efectos de estas prácticas no se traducen en variaciones significativas en los indicadores de desempeño empresarial. En el largo plazo, si se produce esta correlación, puede deberse a las causas analizadas, aunque

también pueden incidir otros factores. Se aprecia que, en el corto plazo, tomando como referencia las empresas españolas, no existen diferencias en cambios de estrategias. La mayoría de los países de la Europa continental empezaron a exigir un informe de gobierno corporativo de modo legal al comienzo del milenio. A partir de este momento, se ha dado un fuerte impulso a la divulgación sobre buen gobierno corporativo y comienza a ser una práctica generalizada. En nuestra opinión, no hay un horizonte temporal suficiente para llegar a resultados concluyentes en relación a los efectos que tendrá la adopción de políticas de buen gobierno corporativo sobre la performance empresarial.

En empresas que tienen una mayor tradición en prácticas de buen gobierno, como las empresas británicas, se observan cambios en las estrategias de inversión y financiación que, en el futuro, podrían originar ventajas competitivas. De esta forma, las empresas intentan diferenciarse de sus competidores. Del análisis realizado se deduce que las diferencias no son estables en el tiempo, lo que obliga a las empresas a la búsqueda de nuevas inversiones que permitan una diferenciación continua. Para mantener efectos diferenciales en rentabilidad y otros indicadores de gestión es necesario el cambio continuo. En el corto plazo, podemos hablar de cambios en la distribución de recursos, mientras que en el largo plazo, además, se ponen de manifiesto cambios en las estructuras, posiblemente como consecuencia de las prácticas adoptadas.

En cualquier caso, las prácticas de buen gobierno nos proporcionan una perspectiva de observación para analizar las prácticas empresariales, cuyos resultados se corresponden a lo esperado. Las medidas derivadas de la adopción de códigos éticos de conducta, la realización de prácticas más adecuadas desde el punto de vista medioambiental o la gestión del desarrollo del capital humano en las organizaciones pueden considerarse estrategias adecuadas que repercuten en una mejor gestión empresarial y, en consecuencia, en su performance.

Por último, algunos de los efectos posi-

tivos que se derivan del cambio cultural, que conlleva la mayor transparencia en el gobierno, no se verán a través de los indicadores de desempeño. Necesitaremos indicadores apropiados para medir estos efectos. El cambio de filosofía empresarial tendrá fundamentalmente repercusiones cualitativas, en la medida que irán a cubrir exigencias sociales y corporativas que no tendrán siempre un efecto cuantitativo que pueda reflejarse en los indicadores económico-financieros.

Notas

1 Se puede definir a los stakeholders como un grupo de individuos que puede afectar o ser afectado por las actuaciones de la empresa (Carroll & Buchholtz, 2003).

2 El desarrollo sostenible podría ser definido como 'el desarrollo que cubre las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para cubrir sus propias necesidades' (WCED, 1987:8).

3 Algunos trabajos teóricos sobre teoría de la agencia y stakeholders han sido realizados por Bernheim & Whinston (1986), Hart (1995), Williamson (1996) y Tirole (2001).

4 Esta teoría señala que las empresas sólo deben responder a los intereses de sus accionistas, siendo su única responsabilidad social la maximización del valor de la compañía. Según esta perspectiva, cualquier actuación social positiva de la empresa lleva asociada unos costes que reducen el beneficio de la empresa y perjudica a los accionistas y, por lo tanto, no serían oportunas (Friedman, 1970).

5 Este índice está compuesto por los 35 valores más líquidos cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro bolsas españolas.

6 Las empresas que forman parte de este índice tienen que cumplir los requisitos de buen gobierno corporativo. Nos centramos en el DJSI porque nos permite ver la evolución de los últimos siete años. Los otros índices utilizados en Europa fueron creados más recientemente. Este índice se obtiene a partir del universo de empresas presentes en el Dow Jones Global Index (DJGI). El DJSI incluye el 10% de las empresas que pertenecen al DJGI, que conducen su actividad en términos de sostenibili-

dad corporativa y son líderes en sus respectivos sectores.

7 Como hemos señalado, el primer código de buen gobierno español aparece en 1998.

8 Tal como hemos mencionado anteriormente, el primer código de buen gobierno británico aparece en 1992.

Tabla 3. Sig. Asint. 1998

		activos	capital	oper	bai	margin	roe	roa	kmpe
Empresas españolas (IBEX35 -no IBEX)	abs	,080	,061	,057	,000	,003	,103	,207	,107
	var	-	-	-	-	-	-	-	-
Empresas británicas (Cotizadas -no cotizadas)	abs	,000	,000	,000	,000	,070	,440	,211	,000
	var	-	-	-	-	-	-	-	--
Empresas españolas-británicas (IBEX35 - Cotizadas)	abs	,307	,946	,204	,153	,000	,000	,000	,000
	var	-	-	-	-	-	-	-	-

$P \leq 0.05$

Tabla 4. Sig. Asint. 1999

		activos	capital	oper	bai	margin	roe	roa	kmpe
Empresas españolas (IBEX35 -no IBEX)	abs	,072	,058	,055	,000	,000	,070	,188	,138
	var	,166	,489	,471	,926	,754	,556	,353	,647
Empresas británicas (Cotizadas - no cotizadas)	abs	,000	,000	,000	,000	,067	,070	,240	,000
	var	,258	,572	,249	,733	,606	,410	,199	,267
Empresas españolas-británicas (IBEX35 - Cotizadas)	abs	,570	,683	,153	,683	,000	,000	,000	,000
	var	,010	,166	,023	,021	,237	,030	,857	,518

$P \leq 0.05$

Tabla 5. Sig. Asint. 2000

		activos	capital	oper	bai	margin	roe	roa	kmpe
Empresas españolas (IBEX35 -no IBEX)	abs	,086	,075	,062	,000	,001	,220	,194	,227
	var	,251	,524	,386	,715	,625	,658	,473	,884
Empresas británicas (Cotizadas - no cotizadas)	abs	,000	,000	,000	,000	,102	,560	,339	,000
	var	,005	,001	,052	,750	,517	,240	,307	,207
Empresas españolas-británicas (IBEX35 - Cotizadas)	abs	,364	,964	,286	,928	,000	,000	,000	,000
	var	,042	,471	,041	,039	,548	,011	,161	,633

$P \leq 0.05$

Tabla 6. Sig. Asint. 2001

		activos	capital	oper	bai	margin	roe	roa	kmpe
Empresas españolas (IBEX35 -no IBEX)	abs	,059	,064	,073	,000	,023	,498	,249	,442
	var	,687	,336	,117	,055	,106	,136	,073	,323
Empresas británicas (Cotizadas - no cotizadas)	abs	,000	,000	,000	,000	,350	,517	,398	,000
	var	,004	,004	,013	,386	,156	,249	,177	,668
Empresas españolas-británicas (IBEX35 -Cotizadas)	abs	,510	,910	,364	,467	,000	,000	,000	,000
	var	,041	,446	,045	,015	,435	,011	,307	,414

$P \leq 0.05$

GOBIERNO CORPORATIVO Y DESEMPEÑO FINANCIERO: UN ESTUDIO EMPÍRICO

Tabla 7. Sig. Asint. 2002

		activos	capital	oper	bai	marg	roe	roa	kmpc
Empresas españolas (IBEX35 -no IBEX)	abs	,180	,102	,068	,000	,006	,596	,701	,558
	var	,687	,105	,322	,421	,270	,130	,330	,701
Empresas británicas (Cotizadas - no cotizadas)	abs	,000	,000	,000	,000	,784	,939	,991	,000
	var	,008	,005	,027	,835	,249	,350	,307	,517
Empresas españolas-británicas (IBEX35 - Cotizadas)	abs	,733	,964	,388	,112	,004	,001	,000	,000
	var	,013	,602	,041	,005	,155	,009	,138	,376

P ≤ 0.05

Tabla 8. Sig. Asint. 2003

		activos	capital	oper	bai	marg	roe	roa	kmpc
Empresas españolas (IBEX35 -no IBEX)	abs	,253	,714	,615	,000	,007	,840	,421	,942
	var	,208	,926	,450	,200	,160	,230	,340	,728
Empresas británicas (Cotizadas - no cotizadas)	abs	,652	,852	,606	,801	,733	,869	,277	,886
	var	,001	,002	,002	,230	,215	,297	,575	,621
Empresas españolas-británicas (IBEX35 - Cotizadas)	abs	,555	,540	,496	,388	,146	,003	,903	,023
	var	,019	,795	,000	,019	,149	,000	,540	,916

P ≤ 0.05

Tabla 9. Sig. Asint. 2004

		activos	capital	oper	bai	marg	roe	roa	kmpc
Empresas españolas (IBEX35 -no IBEX)	abs	,435	,240	,701	,000	,005	,647	,257	,898
	var	,215	,287	,733	,842	,404	,536	,852	,608
Empresas británicas (Cotizadas - no cotizadas)	abs	,652	,575	,652	,956	,921	,886	,435	,835
	var	,000	,001	,003	,230	,150	,240	,150	,744
Empresas españolas-británicas (IBEX35 - Cotizadas)	abs	,388	,803	,650	,414	,059	,015	,117	,063
	var	,019	,674	,000	,014	,133	,000	,363	,841

P ≤ 0.05

	EMPRESAS ESPAÑOLAS		EMPRESAS BRITÁNICAS		EMPRESAS ESPAÑOLAS - EMPRESAS BRITÁNICAS	
	IBEX35 -NO IBEX35		COTIZADAS - NO COTIZADAS		IBEX35 -DJS I (BRITÁNICAS)	
	Absolutos	Variaciones	Absolutos	Variaciones	Absolutos	Variaciones
1998	bai, marg	-	Activos, Capital, Oper, bai, kmpc	-	marg, roa, roe, kmpc	-
1999	bai, marg	Ninguna	Activos, Capital, Oper, bai, kmpc	Ninguna	marg, roa, roe, kmpc	Activos, bai, Oper, roe
2000	bai, marg margin	Ninguna	Activos, Capital, Oper, bai, kmpc	Activos, Capital	marg, roa, roe, kmpc	Activos, bai, Oper, roe
2001	bai, marg	Ninguna	Activos, Capital, Oper, bai, kmpc	Activos, Capital, Oper	marg, roa, roe, kmpc	Activos, bai, Oper, roe
2002	bai, marg	Ninguna	Activos, Capital, Oper, bai, kmpc	Activos, Capital, Oper	marg, roa, roe, kmpc	Activos, bai, Oper, roe
2003	bai, marg	Ninguna	Ninguna	Activos, Capital, Oper	roe, kmpc	Activos, bai, Oper, roe
2004	bai, marg	Ninguna	Ninguna	Activos, Capital, Oper	roe	Activos, bai, Oper, roe

Bibliografía:

Adams, C.: 2002, 'Internal Organizational Factors Influencing Corporate Social and Ethical Reporting: Beyond Current Theorizing', *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 15 (2), 223-250.

Adams, C. and Zutshi, A.: 2004, 'Corporate

Social Responsibility: Why Business Should Act Responsibly and Be Accountable', *Australian Accounting Review* 14(3), 31-39.

Bansal, P.: 2002, 'The Corporate Challenges of Sustainable Development', *Academy of Management Executive*, 16(2), 122-131.

Beekes, W., Pope, P. and Young, S.: 2004, 'The Link between Earnings Timeliness, Earning Conservatism and Board Composition: Evidence from the UK', *Corporate Governance: An International Review* 12(1), 47-59.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M. and Zimmermann, H.: 2004, 'An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation: Evidence from Switzerland', *Finance Working Paper 34*, European Corporate Governance Institute (ecgi).

Bernheim, D.B and Whinston, M.D.: 1986, 'Common Agency', *Econometrica* 54(4), 923-942.

Bond, S.: 2005, 'The Global Challenge of Sustainable Consumption', *Consumer Policy Review* 15(2), 38-44.

Bonn, I. and Fisher, J.: 2005, 'Corporate Governance and Business Ethics: Insights from the Strategic Planning Experience', *Corporate Governance: An International Review* 13(6), 730-738.

Bonnafous-Boucher, M.: 2005, 'Some philosophical Issues in Corporate Governance: The Role of Property in Stakeholder Theory', *Corporate Governance* 5(2), 34-47.

Buchholz, R. A. and Rosenthal, S. B.: 2005, 'Toward a Contemporary Conceptual Framework for Stakeholder Theory', *Journal of Business Ethics* 58(1), 137-148.

Carroll, A. B. and Buchholtz, A. K.: 2003, *Business and Society: Ethics and Stakeholders Management*, 5th Edition, South Western College Publishing, Cincinnati, Ohio.

Cochran, P.L. and Wood, R.A.: 1984, 'Corporate Social Responsibility and Financial Performance', *Academy of Management Journal* 27(1), 42-56.

Daily, C. M. and Dalton, D. R.: 1994, 'Corporate Governance and the Bankrupt Firm: An Empirical Assessment', *Strategic Management Journal* 15(8), 643-654.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. and Johnson, J. L.: 1998, 'Meta-Analytic Review of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance', *Strategic Management Journal* 19, 269-290.

Dezzani F.: 1981, La "neutralità" del bilancio d'esercizio oggetto della certificazione e i principi contabili generalmente accettati, in AA.VV., *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in Onore di Pietro*

- Onida, Milano: Giuffrè.
- Donaldson, T. and Preston, L. E.: 1995, 'The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications', *Academy of Management Review* 20(1), 65-91.
- Dye, R.A.: 1985, 'Disclosure of Non-Proprietary Information', *Journal of Accounting Research* 23(1), 123-145.
- Fishman, M.J. and K.M. Hagerty: 1989, 'Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency', *Journal of Finance* 44(3), 633-646.
- Fombrun, C. and Shanley, M.: 1990, 'What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy', *Academy of Management Journal* 33(2), 233-258.
- Frankel, R., McNichols, M. and Wilson, G. P.: 1995, 'Discretionary Disclosure and External Financing', *The Accounting Review* 70(1), 135-150.
- Freeman, R. E.: 1984, *Strategic Management: A strategic Approach*, Ed. Pitman, Boston.
- Friedman, M.: 1970, 'The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits', *The New York Times Magazine* 32-33, 122, 126.
- Gelb, D.S. and Strawser, J.A.: 2001, 'Corporate Social Responsibility and Financial Disclosures: An Alternative Explanation for Increased Disclosure', *Journal of Business Ethics* 33(1), 1-13.
- Gladwin, T. N., Kennelly, J. J. and Krause, T.: 1995, 'Shifting Paradigms for Sustainable Development: Implications for Management Theory and Research', *Academy of Management Review* 20(4), 874-907.
- Griffin, J.J. and Mahon, J.F.: 1997, 'The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research', *Business and Society* 36(1), 5-31.
- Hardjano, T. and Klein, P. de: 2004, 'Introduction on the European Corporate Sustainability Framework', *Journal of Business Ethics* 55(2), 99-113.
- Hart, O.: 1995, *Firms Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press, New York.
- Hart, S.L. and Milstein, M.B.: 2003, 'Creating Sustainable Value', *Academy of Management Executive* 17(2), 56-69.
- Hedstrom, G., Poltorzycki, S. and Stroth, P.: 1998, 'Sustainable Development: The Next Generation of Business Opportunity', *Prism*, Fourth Quarter, 5-19, [online] (cited 8 february 2006). Available at: www.resourcesaver.org/file/toolmanager/O16F4954.pdf.
- Hilb, M.: 2005, 'New Corporate Governance: from Good Guidelines to Great Practices', *Corporate Governance: An International Review* 13(5), 569-581.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G. and Love, I.: 2002, 'Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital', Policy Research Working Paper 2834, Development Research Group, The World Bank.
- Ho, C.: 2005, 'Corporate Governance and Corporate Competitiveness: An International Analysis', *Corporate Governance: An International Review* 13(2), 211-253.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H.: 1976, 'Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jones, T. M.: 1995, 'Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics', *Academy of Management Review* 20(2), 404-437.
- Kettinger, W., Grover, V., Guha, S. and Segar, A.: 1994, 'Strategic Information Systems Revisited: A Study in Sustainability and Performance', *MIS Quarterly* March, 31-58.
- Lang, M. and Lundholm, R.: 1993, 'Cross Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures', *Journal of Accounting Research* 31(2), 246-271.
- Lombardo, D. and Pagano, M.: 2002, 'Law and equity markets: A simple Model', Working Paper 25, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF).
- McGuire, J.B., Sundgren, A. and Schneeweis, T.: 1988, 'Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance', *Academy of Management Journal* 31(4), 854-872.
- Melis, A.: 2004, "Financial Reporting, Corporate Communication and Governance", *Corporate Ownership & Control* 1(2), pp. 31-37.
- Mercier, S.: 2004, 'La Théorie des Parties Prenantes: Une Synthèse de la Littérature', paper delivered during the Seminar: Stakeholders and Corporate Social Responsibility, CNAM, Chaire DSO, Caisse des Dépôts et Consignations Research Institute.
- Ogrizek, M.: 2002, 'The effect of Corporate Social Responsibility on the Branding of Financial Services', *Journal of Financial Services Marketing* 6(3), 215-228.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L. and Rynes, S.L.: 2003, 'Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis', *Organizational Studies* 24(3), 403-441.
- Phillips, R. A. and Reichart, J.: 2000, 'The Environment as a Stakeholder? A Fairness-Based Approach', *Journal of Business Ethics* 23(2), 185-197.
- Preston, L.E. and O'Bannon, D.P.: 1997, 'The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis', *Business and Society* 36(4), 419-429.
- Preston, L. E. and Sapienza, H. J.: 1990, 'Stakeholder Management and Corporate Performance', *Journal of Behavioural Economics* 19, 361-375.
- Sengupta, P.: 1998, 'Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt', *The Accounting Review* 73(4), 459-474.
- Simpson, W.G. and Kohers, T.: 2002, 'The Link between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry', *Journal of Business Ethics* 35(2), 97-109.
- Tirole, J.: 2001, 'Corporate Governance', *Econometrica* 69(1), 1-35.
- Verrecchia, R.: 1983, 'Discretionary Disclosure', *Journal of Accounting and Economics* 5(3), 179-194.
- Waddock, S.A. and Graves, S.B.: 1997, 'The Corporate Social Performance-Financial Performance Link', *Strategic Management Journal* 18(4), 303-319.
- Weigelt, K. and Camerer, C.: 1988, 'Reputation and corporate strategy: A review of recent theory and applications', *Strategic Management Journal* 9(5), 443-454.
- Wenzel, L. and Thiewes, H.: 1999, 'Corporate Social Responsibility: Does It Pay?', *Journal of Accounting and Finance Research* 7(4), 48-58.
- Williamson, O. E.: 1996, *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT: 1987, *Our Common Future*, Oxford University Press.



Nuestro Colegio

FIRMA CONVENIO DE COLABORACIÓN COLEGIO DE ECONOMISTAS CÍRCULO DE ECONOMÍA DE LA REGIÓN DE MURCIA

Este Convenio viene a reflejar el interés de las Entidades firmantes en realizar actividades que promuevan el desarrollo formativo y profesional de sus colectivos así como mejorar e incrementar las vías de comunicación y desarrollar proyectos profesionales para el intercambio de experiencias.



EL COLEGIO DE ABOGADOS DE MURCIA CONCEDE UNA DISTINCIÓN AL COLEGIO DE ECONOMISTAS DE LA REGIÓN DE MURCIA

El Colegio de Abogados hizo entrega al Decano de nuestro Colegio de una distinción conmemorativa de sus 25 Años de existencia en la Región, reconociendo la importante labor que los economistas desarrollan a nivel social y profesional.



JORNADAS PROFESIONALES "ECONOMÍA Y EMPRESA", 9 Y 10 DE NOVIEMBRE 2006.

Los próximos días 9 y 10 se darán cita en Murcia un elevado número de expertos en las parcelas económicas y empresariales del ámbito profesional del Economista. Estas jornadas quieren ser una vez más fiel reflejo de la profesionalidad del Economista y su implicación y apuesta por la formación continua, lo que sin duda redundará en su trabajo diario así como en la transferencia e implicación con la sociedad. Su contenido y desglose lo podemos apreciar en el díptico siguiente.

Estas Jornadas Profesionales, enmarcadas dentro de los actos convocados por el Colegio con motivo del 25 Aniversario (1981-2006), están organizadas en colaboración con el Consejo General de Colegios de Economistas de España (C.G.C.E.E.) y sus órganos especializados, Registro de Economistas Auditores (R.E.A.), Registro de Economistas Asesores Fiscales (R.E.A.F.), Registro de Economistas Forenses (REFOR), Registro de Auditores de Sistemas de Información (R.A.S.I.) y la Organización de Economistas de la Educación (O.E.E.).

Su contenido viene a dar respuestas a las diversas parcelas profesionales que los ECONOMISTAS debaten en la actualidad. Por ello se tratarán temas tan amplios, actuales e interesantes como:

- La Economía del siglo XXI.
- Las NIC/NIF. La Reforma Contable y los cambios en Auditoría.
- La Fiscalidad de las Constructoras, Promotoras e Inmobiliarias.
- Las nuevas titulaciones y sus efectos en la profesión.
- La Administración Concursal.

Esperamos que el programa expuesto os sea de interés y podamos contar con vuestra asistencia.

Salvador Marín
Decano

PATROCINADORES

Región de Murcia
Consejería de Economía y Hacienda

CAJAMURCIA

COLABORADORES

Chubb

FIRMAS PROFESIONALES

ARTAS

Economistas
Colegio Región de Murcia

Jornadas profesionales
"ECONOMÍA Y EMPRESA"

25 años
1981-2006

- La Economía del siglo XXI
- NIF/NIC. Reforma Contable y Cambios en Auditoría
- Fiscalidad Constructoras, Promotoras e Inmobiliarias y Concursal
- Nuevas Titulaciones y la Profesión.
- Consultores y Pymes: Competitividad y Rentabilidad.

Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Murcia
9 y 10 de noviembre de 2006

Con la colaboración:
Registro de Economistas Auditores (R.E.A.)
Registro de Economistas Asesores Fiscales (R.E.A.F.)
Registro de Economistas Forenses (R.E.F.O.R.)
Registro de Auditores de Sistemas de Información (R.A.S.I.)
Organización de Economistas de la Educación (O.E.E.)

Luis Braille, 1 Entlo. 30005 Murcia
Telf.: 968 900 400 Fax: 968 900 401
www.economistasmurcia.com
e-mail: colegiojurcia@economistas.org

Jueves, 9 de noviembre de 2006

9:30 h.
Entrega credenciales y material asistentes

9:45 h.
CONFERENCIA INAUGURAL
Juan Villarreal Fuentes
Economista, académico de número de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Socio de Honor de ICAE
Consejero del Tribunal de Cuentas de España

11:00 h. **SESIÓN REA**
FISCALIDAD DEL EMPRESARIO ORGANIZADOR
Ponente: Luis del Amo Carballo
Gerente del Registro de Economistas Asesores Fiscales (REAF)

12:00 h. - Pausa café

PLANIFICACIÓN FISCAL DE LAS INVERSIONES INMOBILIARIAS ANTE LA REFORMA FISCAL
Ponente: Jesús Sarmiento Marín
Economista, Decano del Colegio de Economistas de Asturias

Presenta: Antonio Meresiz Carmona
Delegada Especial A.E.A.T.
Modera: Juan Pérez Melgar
Representante R.E.A.F. Murcia

14:00 h.
Comida de trabajo

16:30 h. **SESIÓN REFOR**
"LA ADMINISTRACIÓN CONCURSAL"
Ponente: Dingo Comendador
Presidente del Comité de Formación REFOR

CRÉDITOS TRIBUTARIOS EN LA LEY CONCURSAL
Ponente: María Dolores de las Heras García
Magistrada Juzgado de lo Mercantil de Murcia

Presenta: Salvador Marín Hernández
Decano Colegio de Economistas
Modera: Ramón Gijón Martínez
Representante REFOR Murcia

18:00 h. - Pausa café

18:30 h. **SESIÓN REA**
MODIFICACIONES EN LA 8ª DIRECTIVA Y SU IMPACTO EN LAS NIA
Ponente: Alfonso Villanueva Ufán
Subdirector General de Normas Técnicas de Auditoría del ICAE

Presenta: Amadeo Cazenave Zarambona
Vicepresidente del Registro de Economistas Auditores (REA)
Modera: Ramón Madrid Nicolás
Representante REA Murcia

21:30 h.
CENA GALARDONES 25 ANIVERSARIO

Viernes, 10 de noviembre de 2006

10:00 h. **SESIÓN OEE**
LA NUEVA ORGANIZACIÓN DE LAS ENSEÑANZAS UNIVERSITARIAS EN ESPAÑA
Ponente: Fátima García Labaín
Secretaria del Consejo de Coordinación Universitaria

Presenta: Luis Carrión Viciosa
Vicepresidente de la Organización de Economistas de la Educación OEE

Modera: Inmaculada Moreno Cardeñal
Representante OEE Murcia

11:00 h. - Pausa café

11:30 h.
"LAS NIC/NIF. LA REFORMA CONTABLE"
Ponente: José Ramón González García
Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas

Presenta y modera: Pedro Luengo Mulet
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la URM

12:30 h.
CONFERENCIA DE CLAUSURA
PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA REGIONAL EN EL CONTEXTO EUROPEO
Fernando González Moya y Rodríguez de Mondelo
Presidente del Consejo General de Colegios de Economistas de España

CLAUSURA JORNADAS PROFESIONALES
Salvador Marín Hernández
Decano del Colegio de Economistas de la Región de Murcia

Fernando González Moya y Rodríguez de Mondelo
Presidente del Consejo General de Colegios de Economistas de España

Inmaculada García Martínez
Consejera de Economía y Hacienda de la Región de Murcia

José Ramón González García
Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas

17:00 h.
TALLERES - PRESENTACIÓN DE LOS ESTUDIOS
¿QUÉ DEMANDAN LAS PYMES A LOS CONSULTORES? "COMPETITIVIDAD Y RENTABILIDAD"

Ponentes: Domingo García Pérez de Lema
Director
Salvador Marín Hernández
Coordinador

Modera: José Ignacio Gras Castaño
Secretario General Colegio Economistas

"LAS CUENTAS ECONÓMICAS DEL AGUA"
Ponente: José María Casado Raigón
Director

Modera: José M^o Martínez Campuzano
Vicedecano Colegio de Economistas

A los asistentes se les entregará un ejemplar de:

- "Análisis de la demanda de servicios de consultoría de gestión para la mejora de la competitividad de la Pyme"
- "Hacia las Cuentas Económicas del agua en España"

Editados por Consejo General de Colegios de Economistas de España

INFORMACIÓN E INSCRIPCIONES

Secretaría de las Jornadas: ALQUIBLA CONGRESOS
Pintor Villaca, 4 (30003 MURCIA)
Telf.: 968 22 50 20 - Fax: 968 22 51 54
E-mail: jornadasmurcia@alquibla.com

FORMA DE PAGO

Transferencia a la cuenta: 2043 0118 51 0200510236

Imprescindible remitir por fax a la Secretaría de las Jornadas copia del ingreso adjuntando Boletín de Inscripción debidamente cumplimentado.

Fecha límite de inscripción, 3 de noviembre de 2006.
Plazas limitadas al aforo del Salón

MATRÍCULA

Colegiales y miembros de órganos especializados.....	200 €
Colegiales de otros Colegios Profesionales.....	230 €
Otros Particpantes.....	250 €

La cuota incluye: documentación, café, comida de trabajo, entrada-galerías, talleres y certificado de asistencia.

Estudiantes..... 30 €
Sólo documentación (plazas limitadas)

Cualquier inscripción no anulada con 3 días de antelación al inicio de las Jornadas supondrá el pago de la matrícula correspondiente.

HOMOLOGACIÓN / CRÉDITOS

Las horas serán compatibles para la formación continua de los distintos órganos especificados.

Los alumnos de las Facultades de Economía y Empresa de la URM y los alumnos de la Facultad de Ciencias de la Empresa de la UPCT y la Universidad Católica San Antonio UCAM que asistan podrán optar a la convalidación de 3 créditos por equivalencia.

Economía se concede seis meses para pactar la nueva ley contable

F. CASTAÑO
A. CORELLA Madrid

El proyecto de ley de adaptación de la legislación mercantil en materia contable superó ayer el rubicón del debate de totalidad en el Congreso gracias al compromiso del vicepresidente económico, Pedro Solbes, de retrasar un año, hasta enero de 2008, su entrada en vigor. Ello facilitará la negociación del proyecto con todos los sectores afectados, teniendo en cuenta que el debate de las enmiendas parciales en la comisión de Economía no se verá hasta el mes de marzo. Puentes socialistas informaron de que el propósito es incorporar al consenso a todo el arco parlamentario ya que es una ley de gran calado para las empresas. Ayer el PP se quedó solo en defensa de su enmienda de totalidad, que resultó rechazada.

El ponente del Grupo Socialista, Ricard Torres, subrayó la importancia de preservar las competencias del Estado en la interpretación de las normas contables y anticipó su disposición a dialogar con todos los sectores afectados por la norma.

El portavoz de CIU, Josep Sánchez Llibre, enumeró los principales aspectos de la ley que serán sometidos a negociación. Entre ellos figura el régimen simplificado de contabilidad para las empresas que facturan por debajo de dos millones al año y tienen menos de diez empleados; el establecimiento de una contabilidad más ágil para las pymes; la diferenciación de los resultados ordinarios y extraordinarios; las correcciones de las cuentas anuales del ejercicio anterior; el concepto de patrimonio neto como elemento diferenciado de los fondos propios o la obligato-



José Ramón González,
presidente del ICAC.

"Habrá tiempo para conocer la norma"

El presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), José Ramón González, aseguró ayer a **Cinco Días** que la futura norma "no introducirá más obligaciones para las empresas que las que ya existían antes del proyecto de ley. E incluso mejora la situación porque habrá más empresas que puedan presentar cuentas abreviadas". González considera que la nueva ley "será perfectamente asumible también para las pymes" y explicó que desde el ICAC se va a realizar una intensa labor de divulgación de la norma que armoniza el sistema contable español con las NIC.

riedad de constituir una reserva por el importe del valor contable del Fondo de Comercio en el activo.

El Congreso dio también vía libre al proyecto de ley de Transparencia, que regula las relaciones financieras entre las administraciones y las empresas públicas.

El superávit de la Seguridad Social pasará del 1% del PIB

La aportación del Estado pasa de 4.500 a 6.028 millones

Un año más, las cuentas de la Seguridad Social darán una alegría al Gobierno. Según las cifras presentadas ayer por el ministro de Trabajo, el superávit presupuestado es del 0,7% del PIB, pero al final del año próximo podría superar el 1%.

J. F. Madrid

El programa de estabilidad presupuestaria aprobado por el Gobierno el pasado 2 de junio establece que las cuentas de la Seguridad Social deben aflorar un superávit al menos del 0,7% del PIB. Puesto que la economía española superará el billón de euros en 2007, la Seguridad Social debería superar los 7.000 millones en superávit para cumplir con el plan de estabilidad.

Los gestores de este organismo han cuadrado la cifra: 7.751 millones de euros, que resulta de unos ingresos totales de 109.865 millones (por cotizaciones sociales -97.357-, aportaciones del Estado -6.028 millones- y otros ingresos -2.756 millones-) y unos gastos no financieros de 102.113 millones (93.781 millones en prestaciones y el resto para otros gastos).

Sin embargo, Octavio Granada, secretario de Estado de la Seguridad Social que acompañó al ministro de Trabajo, Jesús Caldera, durante la presentación de las presupuestos, reconoció que habían sido conservadores y que el superávit sería mayor. Aunque no quiso comprometer una cifra, recordó que en años anteriores había quedado por encima del 1% e insinuó que para el próximo año cabría esperar un resultado parecido.

Eso supone que cuando finalice al próximo año el fondo de reserva contará al menos con 42.000 millones de euros que rentarán como



Caldera y Octavio Granada, ayer, en la presentación de las cuentas de la Seguridad Social. M. CASAMAYOR

Aportaciones del Estado a la Seguridad Social

En miles de euros	Presupuesto 2007
Inmerso prestaciones Lisim	75.644,83
Inmerso pensiones no contributivas	2.112.843,05
Prestación protección familiar	976.234,27
Complementos pensiones mínimas	1.806.350,00
Inmerso servicios sociales Ley 24/1997	465.901,73
T. G. cotizaciones Ley de Amnistía	12,02
T. G. Bonificaciones cotiz. buques Canarias	45.736,53
Prestaciones síndrome tóxico	17.505,35
Apoyos jubil. antic. empresas crisis o reconversión	144.540,48
T. G. cotizaciones emigrantes	4.798,08
Servicios sociales ISM	25.292,32
Total transferencias corrientes	5.674.048,66
Inmerso servicios sociales Ley 24/1997	95.067,97
Servicios sociales ISM	4.526,50
Total transferencias de capital	99.594,47

Ingresos de la Seguridad Social por cotizaciones

De empresas y trabajadores	Miles de euros	%
	90.348.100	92,80
- Régimen general	70.949.280	72,87
- Régimen especial autónomos	9.442.280	9,70
- Rég. especial agrario	1.350.400	1,29
- Régimen especial del mar	290.690	0,30
- R. E. minería y carbón	203.420	0,21
- R. E. empleados de hogar	548.080	0,56
Profesionales	7.564.010	7,77
Del servicio público de empleo	7.009.440	3,12
- Bonificaciones fomento empleo	3.039.000	4,08
- Desempleados	3.970.440	100
Total	97.357.540	

Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
Cinco Días

mínimo 1.177 millones de euros.

Durante la presentación, el ministro Caldera insistió en que estos presupuestos compaginan bien el aumento del gasto social, que crece un 8,8%, con la austeridad al controlar los gastos corrientes a un crecimiento del 4,25%. Todo lo cual, permite continuar con unas cuentas saneadas que arrojan superávit.

Igualmente, resaltó la aportación que hace el Estado vía impuestos a los presupuestos de la Seguridad Social, que este año aumenta hasta los 6.028 millones (incluido prestaciones y gastos de gestión), frente a los 4.500 del presupuesto anterior. Con esta aportación se pagarán las partidas más sociales que no se derivan de las contribuciones y se cumple con ello, el compromiso de se-

paración de las fuentes de financiación en función de las prestaciones.

De las partidas pagadas con impuestos resaltan las pensiones no contributivas, que se llevan 2.100 millones de euros y los complementos de las pensiones mínimas, que se quedan con otros 1.806 millones y crecen 300 millones. Otros 400 millones se van a pagar los derechos de la ley de dependencia.

Los inmigrantes aportan 8.000 millones de euros

Tanto Caldera como Granada insistieron en la importancia que tienen los inmigrantes para el conjunto del sistema de la Seguridad Social y su saneamiento financiero. Y Caldera hizo una simple cuenta de la vieja para explicar: las cotizaciones que pagan los trabajadores no españoles alcanzan los 8.000 millones de pesetas. "Sin ese dinero, no tendríamos superávit", dijo.

Granada se preguntó si los 1.860.000 empleos que

ocupan los inmigrantes legales y que cotizan al sistema estarían ocupados por trabajadores nativos. "Creo que no todos", contestó.

Y continuó con el mismo argumento. "Además, las prestaciones que reciben ahora, que no en el futuro, están muy por debajo de la media de los españoles". Así, por cada 30 cotizantes extranjeros, sólo uno (60.000 en total) recibe una prestación por parte de la Seguridad Social, muy lejos de la media de los españoles,

donde hay un pensionista por cada 2,65 trabajadores. "Una buena media, por cierto, ya que el sistema se sustenta bien con 2,1 trabajadores", matizó.

Respecto al número de cotizantes que entrarán nuevos en la Seguridad Social el año que viene, el cálculo es un crecimiento del 2,5%, en línea con las previsiones del Gobierno de creación de empleo. Sobre una base de cerca de 19 millones de cotizantes, supone unos 475.000 nuevos.

Lejos evidentemente de los 760.000 cotizantes inscritos en 2005, en buena parte por la aparición de empleo sumergido producto del proceso de regularización de inmigrantes.

Respecto a cómo terminará el año, Granada declaró que se cerrará con "unos cuantos miles más que el pasado año, aunque no muchos". Eso significa que se podría acercar a los 770.000 los nuevos trabajadores inscritos al sistema a finales de este año.

UNIÓN EUROPEA DE INVERSIONES, S.A.

Junta General Extraordinaria de Accionistas

El Consejo de Administración de la Sociedad ha acordado convocar Junta General Extraordinaria de Accionistas para su celebración el día 31 de octubre de 2006, a las 13:00 horas, en la calle José Ortega y Gasset, n.º 29, de Madrid, en segunda convocatoria, al ser previsible que no podrá celebrarse en primera, que también queda convocada por el presente anuncio en el mismo lugar y a la misma hora de la siguiente, con el siguiente:

ORDEN DEL DÍA

Primer.-Aumentar el capital social en un importe nominal de hasta once millones ciento noventa y tres mil trescientos veintiocho euros (11.193.328), mediante la emisión y puesta en circulación de hasta once millones ciento noventa y tres mil trescientos veintiocho (11.193.328) acciones ordinarias de un euro de valor nominal cada una, de la misma clase y serie que las actualmente en circulación, representadas mediante anotaciones en cuenta, con una prima de emisión de veintiseis euros y veinte céntimos (26,20) por acción, que serán desembolsadas por medio de aportaciones en dinero, con derecho de suscripción preferente, con previsión de suscripción incremental. Delegación de facultades en el Consejo de Administración, con facultad expresa de autorización en los miembros del Consejo que estime conveniente, para delimitar las condiciones del aumento no previstas en este acuerdo de conformidad con lo establecido en el artículo 153.1.A) de la Ley de Sociedades Anónimas, así como para dar nueva redacción al artículo 8.º de los Estatutos Sociales para su adaptación a la nueva cifra del capital social y a tal efecto, realizar cuantas cosas y otorgar cuantos documentos sean necesarios para la ejecución del aumento de capital y su inscripción en el Registro Mercantil. Solicitar la admisión a negociación de las nuevas acciones en las Bolsas de valores de Madrid, Barcelona y Bilbao.

Segundo.-Informar a la Junta General de Accionistas sobre las modificaciones introducidas en el Reglamento del Consejo de Administración.

Tercero.-Auxiliar y delegar en el Consejo de Administración la interpretación, subsanación, cumplimiento, ejecución y desarrollo de los acuerdos que se adopten por la Junta.

ASISTENCIA Y REPRESENTACIÓN

Se regirá por lo regulado en los Estatutos Sociales, el Reglamento de la Junta General de accionistas de la Sociedad, que pueden consultarse en la página web corporativa, y la legislación aplicable.

DERECHO DE INFORMACIÓN

Los señores accionistas podrán examinar en el domicilio social (calle José Ortega y Gasset, n.º 29, de Madrid) y en la web (http://www.unióninversiones.com), el libro Inventario del Activo y de la modificación estatutaria propuesta en el punto Primero del Orden del Día y del Informe del Consejo de Administración en relación con dicho punto, así como pedir su entrega o envío gratuito. En la citada web se pueden consultar las modificaciones introducidas en el Reglamento del Consejo de Administración de las que se informará a la Junta.

Madrid, 26 de septiembre de 2006
El Secretario del Consejo de Administración

TITULACIONES

Las nuevas carreras durarán cuatro años y las diseñarán las universidades

El Gobierno adelanta dos ejercicios, a 2008, el calendario previsto por Europa

Verónica Rodríguez

MADRID. Una universidad más competitiva, abierta al mercado y, por qué no decirlo, mirándose en el espejo americano. Este es uno de los objetivos que persigue el acuerdo de Bolonia, aquel compromiso firmado en el año 1999 por los ministros de Educación de 29 países europeos que establecía como fecha para su cumplimiento 2010. La buena noticia de ayer fue que el Ministerio de Educación y Ciencia español adelanta el calendario y prevé que las nuevas titulaciones adaptadas a Europa comiencen a impartirse en el curso 2008-2009. Según los planes que maneja la titular Mercedes Cabrera, las nuevas titulaciones durarán cuatro años y serán las universidades las que elaboren los planes de estudio que deseen impartir.

Aunque con salvedades. Los títulos tendrán que pasar por un triple filtro. En primer lugar, el Consejo de Universidades verificará que los planes de estudio propuestos sean coherentes con la carrera. El segundo filtro es de la comunidad autónoma a la pertenece la universidad y el tercer control es a través del Gobierno y de la inscripción en el registro de titulaciones.

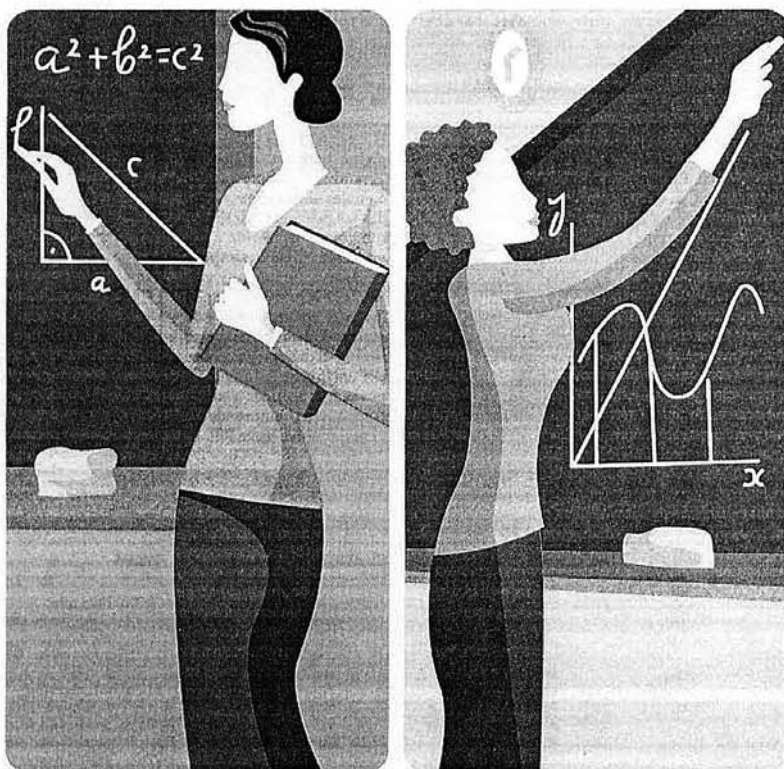
Ahí no queda la cosa. Una vez inscritos, los títulos serán sometidos al escrutinio periódico de "comisiones de expertos" que garantizarán su calidad. Además tendrán que situarse en alguna de las cinco ramas generales del conocimiento: Artes y Humanidades, Ciencias, Ciencias de la Salud, Ciencias Sociales y Jurídicas e Ingeniería y Arquitectura.

Grado, master y doctor

Siguiendo Bolonia, las enseñanzas universitarias se organizarán en tres ciclos que se corresponden con los niveles de cualificación universitaria: grado, master y doctor.

El título de grado (desaparece la licenciatura) se compone de un total de 240 créditos, equivalentes a cuatro años de formación. Un estudiante a tiempo completo y rendimiento adecuado finalizará la carrera universitaria a los 22 años.

La denominación de los títulos también experimentará cambios. El futuro graduado lo será por la rama del conocimiento que corresponda a su título, seguido de dos puntos, y a continuación por el plan de estudios diseñado por la uni-



ISTOCKPHOTO

El calendario

EN SEIS AÑOS, LOS PRIMEROS GRADUADOS

Septiembre de 2007

■ Tras la elaboración de borradores y aprobación de la ley (en abril), se debatirán los decretos de desarrollo, a los que se dará luz verde en septiembre.

Hasta abril de 2008

■ Elaboración de los planes de estudio por parte de las universidades. Luego darán su visto bueno las CCAA.

Curso 2008-2009

■ Entran a la universidad los futuros graduados (lo serán tras cuatro años, en 2012).

versidad (por ejemplo, graduado en Ciencias: Física por la Universidad Complutense de Madrid).

Otro de los puntos fuertes de la reforma lo constituye la flexibilidad en el cambio de una carrera a otra. Para que este paso no sea tan traumático, el alumno podrá hacerlo sin perder los créditos ya estudiados y aprobados, siempre que sean títulos de la misma rama.

En consecuencia, los títulos deberán tener partes comunes al inicio de la carrera, es decir lo equivalente a 60 créditos: algo así como las competencias básicas de cada rama del conocimiento.

Una vez obtenido el grado, se podrá cursar un título de master oficial. Tendrá entre 60 y 120 créditos y finali-

zará con la elaboración y defensa oral pública de un proyecto o trabajo de fin de master. El último escalón es el título de doctor. Aprobado por la universidad, establece un primer periodo de formación y segundo de investigación.

Algo muy importante perseguido por los nuevos planes del Gobierno es la dimensión europea y la movilidad: se promoverá que los estudiantes cursen al menos un semestre de estudios en una universidad extranjera, además de la movilidad hacia otras universidades españolas.

La ministra de Educación, ayer en rueda de prensa. EFE

AGENCIA TRIBUTARIA

Los Técnicos de Hacienda dejan de tramitar 100.000 expedientes

Consideran que son competencia de los inspectores fiscales

J.C.

MADRID. Los Técnicos del Ministerio de Economía y Hacienda (GESTHA) entregarán hoy a los inspectores e interventores de las distintas delegaciones provinciales de Hacienda cerca de 100.000 expedientes en los que se encuentran trabajando y que estiman que no son de su competencia.

En un comunicado, Gestha explicó ayer que la devolución se produce después del periodo estival para evitar que caducase o prescribiese algún expediente.

El pasado 10 de julio, el presidente de Gestha, Carlos Cruzado, remitió una carta al ministro de Economía y Hacienda, Pedro Solbes, en la que explicaba los motivos de la devolución de algunos de estos expedientes.

Los técnicos entienden que las normas de atribución de competencias atribuyen la responsabilidad de la tramitación de estos expedientes "única" y "exclusivamente" a los "escasos inspectores

8.000

FUNCIONARIOS de la Agencia Tributaria y del Ministerio de Economía son Técnicos.


e interventores que se contabilizan en España, negando, por tanto, estas funciones a los técnicos".

Por este motivo, los técnicos del Ministerio de Hacienda limitarán a partir de ahora sus actuaciones a la de "meros tramitadores" de expedientes, y ejecutarán sólo aquellas tareas reconocidas explícitamente en la legislación vigente, "evitando cualquier extralimitación" en sus funciones.

Huelga y movilizaciones

Asimismo, Gestha ha convocado media jornada de huelga para el próximo jueves, día 28 de septiembre, que irá acompañada de concentraciones en todas las Delegaciones de Hacienda en España, así como en las sedes del Partido Socialista Obrero Español (PSOE). Gestha prevé que más de 500 técnicos se concentren este jueves en las inmediaciones de la sede central de la calle Ferraz en la capital madrileña.

Inversión
Planes de ahorro
Tarjetas
Seguros
Intelvía
Financiación
...



economistas
Colegio Región de Murcia

soluciones CAJAMURCIA para profesionales economistas

En Cajamurcia sabemos que cada profesional es único y requiere una atención específica. En nuestro Servicio de Profesionales Colegiados encontrará una amplia gama de productos para poder responder a cualquiera de sus necesidades, desde financiación hasta seguros.

Acérquese a su oficina Cajamurcia, estamos preparados para construir planes a su medida.



La frase ➔ "El juez Garzón tiene suficiente entidad y ha llevado casos tan importantes y trascendentes como para que las críticas recibidas no le intimiden" —Francisco José Hernando, presidente del CGPJ

NORMAS Y TRIBUTOS

CONTABILIDAD

Empresas, tranquilidad, la nueva contabilidad será fácil de aplicar

El ICAC precisa que la reforma mantiene la "arquitectura básica" de la actual

Carmen Larrakoetxea

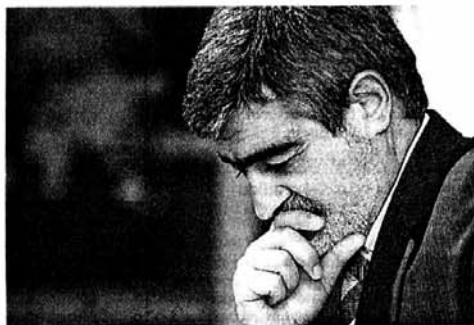
BILBAO. Las empresas pueden estar tranquilas. La reforma del Plan General Contable no será rupturista. Al contrario, mantendrá la estructura básica del sistema actual, lo que significa que su aplicación será, en líneas generales, fácil.

Este fue el mensaje principal que quiso transmitir ayer en Bilbao José Ramón González, presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), ante un auditorio de 200 especialistas en contabilidad y auditoría convocados por el Colegio Vasco de Economistas.

Y es que todo lo que tenga que ver con el nuevo plan contable suscita cierta alarma. Será la gran reforma desde el plan aprobado en 1990 y no son pocas las voces que piden cambios mínimos. González se extendió con las explicaciones contables, pero no con las de auditoría. No aclaró cómo afectará la nueva regulación a las pequeñas auditorías ni cuándo el ICAC reanudará el control de calidad a las auditorías, suspendido desde hace más de siete meses, como denunció *elEconomista*.

Valor razonable

La reforma contable, que no será de aplicación antes de 2008, man-



El director del ICAC, José Ramón González, ayer en Bilbao. JOSÉ AYERDI

tiene la actual "arquitectura contable" y es compatible con el derecho mercantil. Las reformas vendrán de la mano de las exigencias de armonización a las normas internacionales de la Unión Europea y de la inclusión de las nuevas circunstancias no incluidas en la regulación de 1990.

Habrán cambios en las cuentas anuales para incorporar nuevos conceptos, como ingresos y gastos totales. Pero aclaró que no habrá obligaciones adicionales y se mantendrá la misma formulación de cuentas abreviadas, lo que facilitará la elaboración de la Memoria

con menos cantidad de información. Se incorporará el "valor razonable" para los activos financieros en las cuentas individuales de las pequeñas y medianas empresas sólo cuando la regulación comunitaria determine claramente su obligatoriedad. En caso contrario o redacción ambigua, las empresas españolas mantendrán el criterio de reflejarlo en sus cuentas según "precio de adquisición".

José Ramón González aseguró que en todo el proceso el ICAC "se esforzará" y estará al lado de las empresas "para que el nuevo plan sea lo más fácil de aplicar".

Difuso calendario

UN RESPIRO
HASTA ENERO
DE 2008

Trámite parlamentario previo

El borrador definitivo del Plan General Contable precisa previamente que las Cortes ratifiquen la Ley de Reforma de la Legislación Mercantil en Materia Contable, ya que puede modificarse vía enmiendas.

Borrador definitivo

Una vez aprobada la ley, el ICAC no precisa el tiempo que tardará en disponer del borrador definitivo del nuevo plan, pero sí que será un proceso ágil por el trabajo previo realizado.

Un nuevo modelo conocido

Mantiene la misma arquitectura contable en la que las empresas acostumbran a trabajar.

Adaptaciones sectoriales

Se incluirán adaptaciones sectoriales, no en el texto original, pero sí se desarrollarán en etapas posteriores.

JUSTICIA

Los ciudadanos confían cada vez más en la acción de los tribunales

Apenas 4 de cada 10 opinan que la Justicia española funciona mal

Antonio Moreno

LAS PALMAS DE GRAN CANARIA. No hay nada como conocer bien algo para poder apreciarlo. Así piensa la mayoría de ciudadanos que han acudido en alguna ocasión a los tribunales, ya que tienen una mejor imagen de la justicia que aquellos que nunca han tenido que recurrir a ella, según explicó ayer el sociólogo José Juan Toharia, autor de todos los barómetros del Consejo General del Poder Judicial (CGPJ) desde 1984.

Toharia, que participó en las III Jornadas de Comunicación y Justicia que celebra el CGPJ en Las Palmas de Gran Canaria, destacó la cifra de españoles que consideran que la justicia funciona mal (44 por ciento), que es la más baja de los últimos años, según el barómetro de 2005. A su vez, los que consideran que va bien, a pesar de ser minoría (24 por ciento), son bastantes más que en años anteriores.

El sociólogo apuntó que estas cifras, lejos de ser alarmantes, reflejan que los españoles tienen un pensamiento parecido a los ciudadanos de países de su entorno, co-

24

POR CIENTO. Son los ciudadanos que dicen que la justicia va bien. Son minoría, pero más que nunca.

IMPUESTOS

La UE admite gravar coches de ocasión importados

Pero la tasa nunca puede superar la que tengan los vehículos de ocasión del país

MADRID. El Tribunal de Justicia de la UE (TUE) confirmó ayer la legalidad de los impuestos que puede aplicar un Estado miembro a un vehículo de ocasión importado desde otro país de la UE, pero declaró ilegal este gravamen cuando la tasa sea superior a la que debería pagarse por un automóvil de segunda mano adquirido en su territorio.

La justicia europea respondió así a la cuestión prejudicial planteada

por un tribunal de Hungría sobre dos demandas presentadas por ciudadanos húngaros contra los impuestos que se fijaron para sus vehículos de segunda mano importados de Alemania, muy superiores a las tasas que deberían haber pagado por un coche de ocasión comprado en su país.

El TUE admitió la legalidad de la ley húngara al considerar que no se trata de un impuesto aduanero, sino un "impuesto de matriculación", que "no grava los automóviles particulares debido a su paso por la frontera". Sin embargo, el Tribunal europeo consideró que lo que es ilegal son las condiciones en las que se establece este impuesto, cuyo efecto final es que un coche de oc-



Vehículos de ocasión. DIEGO GÓMEZ

sión importado tienen que pagar tasas más elevadas que un vehículo adquirido en el país.

Esta circunstancia, indicó en su resolución, contraviene la ley comunitaria que prohíbe gravar "directa o indirectamente los productos de los demás Estados miembros con tributos internos, cualquiera que sea su naturaleza, superiores a los que gravan directa o indirectamente los productos nacionales similares". El TUE considera que ésta es la situación que se da en Hungría, puesto que en los dos casos denunciados el impuesto se aplicó sobre criterios objetivos, como la cilindrada o el tipo de motor, que se aplicaron como si el vehículo fuese nuevo y no de segunda mano.

mo Francia, Italia o Reino Unido. A partir de estos estudios, Toharia señaló algunas incongruencias, como que muchos de los encuestados que dicen que la justicia va mal consideran, en cambio, que los jueces son competentes y honrados.

Por eso, afirmó que cuanto más se conoce a la justicia mejor opinión se tiene de ella. "Al ciudadano le importa sentir que se le ha escuchado. Que gane o pierda el pleito no le importa a la hora de valorar la justicia", dijo.

En las jornadas del CGPJ hubo también un reconocimiento unánime hacia la labor del jefe de prensa de este órgano desde su fundación, Agustín Zurita, al que todos los portavoces que han pasado por el órgano de gobierno de los jueces reconocieron como artífice de la mejora de la comunicación en el seno del Poder Judicial.

NEGOCIO

Estilo de vida

8 septiembre 2006 NEGOCIO

| Nombres | Empresas | Dinero | Economía

| Profesionales |

Ensayo | Entre tiempo | Televisión

23

A NIVEL MUNDIAL ESTAS COMPAÑÍAS REPRESENTAN DOS TERCIOS DEL TOTAL, EN LA UE EL 75% Y EN ESPAÑA EL 67%

Mónica Ortega/Raúl Pozo
mortzagneg-000.com

El concepto de empresa familiar como el típico comercio de barrio, pequeño e intrascendente queda como anecdótico en cuanto se analiza el panorama real de estas compañías. Hay más de dos millones y medio de empresas familiares en España, que representan el 75% del empleo privado, es decir, dan trabajo a más de 9 millones de trabajadores, y el total de su facturación equivale al 70% del PIB español.

Son pétreos imperios mientras duran, pero que, sin embargo, sucumben al problema de la sucesión en el tiempo. Así, la mitad de ellas no llegan a la segunda generación y sólo el 15% la superan y alcanzan la tercera. En estos momentos apenas el 1% se encuentra en la cuarta generación o en superiores.

Por tanto, si se comparan con las no familiares, la vida media de una de las empresas familiares es de 25-30 años, frente a las demás, que se sitúan en 40-50 años.

Retos

Para Javier Quintana, director del Servicio de Estudios del Instituto de la Empresa Familiar, el principal reto al que se enfrentan actualmente estas compañías es "lograr la profesionalización de la empresa; pasar del modelo tradicional en el que todos hacen un poco de todo y las decisiones las toma el líder sin contar con el equipo, a que haya una mayor especialización, vayan entrando más profesionales en la empresa y la familia vaya delegando. De hecho la tendencia ahora es que la familia poco a poco salga de la empresa, se quede en los consejos de administración y pase a un plano más estratégico que ejecutivo".

De cualquier manera, no

Las empresas familiares facturan el equivalente al 70% del PIB español



Sede central del BSCH, banco que ha sido presidido por miembros de tres diferentes generaciones.

Estas empresas dan trabajo a nueve millones de personas en España.

hay que dejar de lado el problema de organizar la sucesión y llevarla a cabo a tiempo. Josep Tàpies, titular de la Cátedra de Empresa Familiar de la escuela de negocios IESE, explica que cuando hay problemas es porque "hay gente que piensa que la capacidad de dirigir es hereditaria, y no lo es. Igual que una empresa no familiar cuando tiene cerca la jubilación de su director general, cinco años

antes empieza a preocuparse de buscar un nuevo director, en la familiar debía ser lo mismo y no pensar que el primogénito tiene que ser el sucesor. Una cosa es ser el hijo mayor y otra tener ganas y capacidades para hacerlo".

No obstante, el 74% de los miembros familiares incorporados a estas empresas lo han hecho sin un requisito previo.

Una de las herramientas posibles ante este problema es el Protocolo Familiar, una declaración de intenciones, única para cada compañía, en la que se recogen los cambios principales tras la sucesión. Sin embargo, los datos muestran que el 50% de las familiares en nuestro país no tiene un plan de este tipo. Y, a nivel europeo, 1,5 millones de

empresas podrían cerrar en los próximos 10 años por problemas de sucesión.

Puntos fuertes y débiles

Según los autores del libro 'Claves de la empresa familiar', Peter Leach y Tony Bogod, otros de los puntos fuertes de este tipo de sociedades es el conocimiento, ya que suelen contar con un 'saber hacer' en temas tecnológicos o comerciales con el que no cuenta su competencia, además de la flexibilidad en tiempo, trabajo y dinero, una cultura estable y la posibilidad de realizar una toma rápida de decisiones. Además está la ventaja de la visión a largo plazo, apunta Tàpies, "son capital paciente, es decir, hacen las cosas no pensando en el dividendo ni en los resultados que publicar sino en lo

familia empresaria, que entre los puntos débiles está la falta en la delegación del poder y que "básicamente el problema se concentra en el hecho de que se traslada a la formalidad de la empresa la informalidad de las relaciones familiares".

Respecto a los beneficios fiscales de estas compañías, el pasado junio se aprobaron unas medidas de reforma de impuestos, que este mes se debatirán en el Senado y que el próximo enero entrarán en vigor. Con ellas desaparecerá el régimen de las sociedades patrimoniales, lo que podría afectar negativamente a algunas de estas compañías. Sin embargo el efecto será muy limitado, según comenta Quintana: "Antes había muchas sociedades patrimoniales pero al ir viendo que este régimen desaparecería casi todas las empresas habían buscado estructuras diferentes. Lo que preocuparía sería si el régimen fiscal de las sicavs cambiase, porque afectaría a muchas más de estas empresas".

Todos los sectores cuentan con destacadas empresas familiares. Como referentes mundiales, que han realizado un importante proceso de industrialización, en el sector textil se incluyen firmas como Mango, Zara y Pronovias, en constructoras Acciona o Ferrovial, en alimentación Osborne, en Meliá en hostelería, y en la industria cerámica, en la que España es una potencia mundial, destaca Porcelanosa.

Un riesgo es que tienden a mezclar emociones con lo que debían ser decisiones puramente empresariales.

que quieren hacer".

Por el contrario, los inconvenientes se encuentran, según Leach y Bogod, en la falta de modernización de técnicas obsoletas y las dificultades para conseguir capital. Añade Sandra Serra, directora de la Fundación Nexia para el desarrollo de la

Para triunfar en un proceso de internalización apunta Quintana que "lo fundamental es un apoyo directo del líder, que la familia vaya al lugar, lo visite regularmente, que haya una vinculación personal en el proyecto exterior".

En el Ibx manda la consanguinidad

El universo de la empresa familiar tiene en la Bolsa un escenario fundamental. El 50% de las compañías que cotizan en Bolsa son de tradición familiar. Se trata de auténticos gigantes, con marcas internacionalmente reconocidas y que, en algunos casos, presentan una historia de varias generaciones. En los últimos años se ha hablado precisamente del relevo generacional en algunos de estas compañías cuyos fundadores han alcanzado la edad de jubilación. En ocasiones, el relevo es complicado, aunque los llamados a ocupar el puesto de sus progenitores han tenido en casa la mejor escuela. Algunos ejemplos significativos de empresas familiares cotizadas son los siguientes.

INDITEX

Inditex

Mundialmente conocida por la cadena de tiendas Zara, el imperio de Amancio Ortega comenzó a cotizar en Bolsa en 2001. Los ingresos de la OPV pusieron en valor la fortuna de un ejemplo de empresario hecho a sí mismo, incluido entre los 30 hombres más ricos del mundo. Cumplidos los 69 años de edad, el relevo de Ortega parece estar centrado en la figura de su hija Marta.

Acciona

Los Entrecanales constituyen otra de las famosas sagas de constructores en España. En paralelo con Ferrovial, José Manuel Entrecanales protagonizó recientemente un relevo que no parece haber sido traumático.

acciona

Banco Santander

El caso familiar de una de las mayores entidades financieras del mundo es evidente. El actual presidente es el tercer Emilio Botín al frente del Banco Santander. Su padre ocupó el cargo durante 36 años. El relevo en la entidad cántabra ha suscitado numerosos debates en los foros financieros, especialmente en torno a la figura de Ana Patricia Botín, actual presidenta de Banesto, filial del Santander.

ferrovial

Ferrovial

La segunda mayor constructora de España fue fundada hace más de 50 años por Rafael del Pino Moreno, que también se cuenta entre las mayores fortunas de España. Su relevo ha llegado de la mano de su hijo Rafael del Pino Calvo-Sotelo, que ha impulsado la internacionalización de la compañía y la ha convertido en una de las mayores de Europa en el sector.

Fadesa

La inmobiliaria gallega, una de las últimas en llegar al parque, está controlada por la familia Jove. Manuel Jove, su actual presidente, encuentra un apoyo fundamental en sus hijos, Felipa y Ángel, dispuestos a sucederle.

FADESA

MODIFICACIÓN CLAVE PARA EL NEGOCIO DE CONCESIONES

Las constructoras ganan el primer pulso a la nueva contabilidad internacional

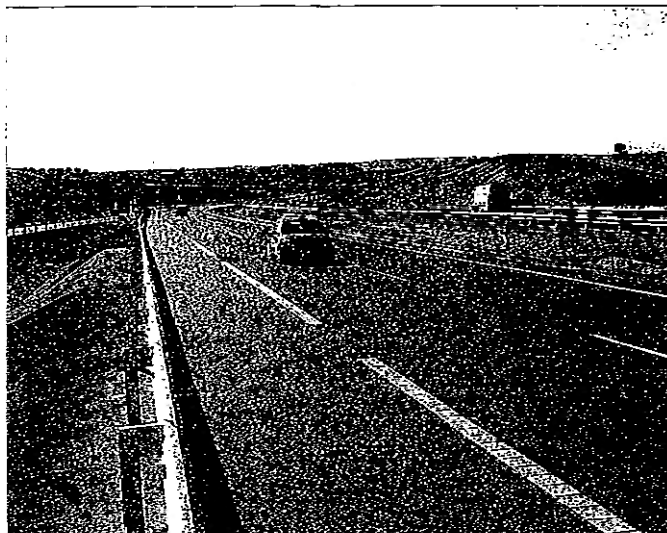
En un encuentro con los responsables de IASB, los grupos españoles logran extraer un compromiso para que las autopistas de peaje se consideren un activo financiero y las empresas no arrojen grandes pérdidas en sus balances.

C. MORÁN, W&A

Las grandes compañías de infraestructuras europeas, entre las que se encuentra un nutrido grupo de constructoras españolas, han conseguido reducir sensiblemente los efectos de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) sobre su negocio concesional, en pleno boom del mercado internacional, sobre todo, en el ámbito de las autopistas de peaje.

En un encuentro con los máximos responsables del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, en sus siglas en inglés) celebrado, el pasado 28 de julio, los representantes de la industria de la construcción, con el respaldo del Ministerio de Economía español, lograron extraer un compromiso, de momento sólo verbal, para que el impacto de la normativa contable, que ha entrado en vigor en 2005, no casque la marcha del negocio concesional. En la reunión, por parte de las empresas, participó un representante del grupo ACS, del alemán Hochtief, varios responsables de la patronal Seopan y dos socios del despacho Deloitte.

El IASB está dispuesto a que, durante un período transitorio, las actuales y las nuevas concesiones se contabilicen como un activo financiero -interpretación D-13- y no como un activo intangible -interpretación D-14-.



Las constructoras españolas son líderes en el negocio de las concesiones de autopistas. / EFE

El principal resultado de este cambio de criterio es que las empresas podrán arrojar beneficios o pérdidas irrelevantes en los primeros años de la explotación de la infraestructura, ya que los elevados costes por endeudamiento para la construcción de una autopista podrán compensarse con los ingresos financieros. Con la anterior interpretación, no se recogía esta posibilidad, lo que elevaba significativamente las pérdidas de las sociedades concesionarias.

En el caso español, esta circunstancia es especialmente delicada debido a la legislación mercantil que, a partir de 2007 ó 2008 deberá aplicarse a todas las sociedades individuales -las NIC sólo afectan, de momento, a las

cuentas de los grupos consolidados que cotizados-. El principal impacto recae sobre la retribución de los accionistas. La razón es que aquellas sociedades concesionarias individuales que entren en pérdidas no podrán arrojar dividendo, ya que, por ley, éste se encuentra vinculado al resultado de la empresa. La otra consecuencia es la obligación de los socios de la concesionaria de aportar recursos para

reequilibrar su capital social cuando ha entrado en proceso de disolución debido a la aplicación de las NIC. Según las fuentes consultadas, el Ministerio de Economías está dispuesto a corregir esta anomalía aprovechando la reforma de la normativa mercantil, en fase de tramitación en el Congreso de los Diputados.

Por el buen camino

- Los responsables del IASB están dispuestos a recoger una excepción transitoria para que el negocio concesional con garantía del Estado entre en la interpretación D-13 como activo financiero.
- La consecuencia más inmediata es que las sociedades concesionarias podrán compensar los costes financieros, lo que permitirá no arrojar grandes pérdidas en los primeros años de explotación de la infraestructura.
- A pesar de la buena noticia, el sector constructor la califica de "mal menor", ya que prefieren que el IASB redacte una norma específica para este negocio, algo que todavía no está contemplado.

reesquilibrar su capital social cuando ha entrado en proceso de disolución debido a la aplicación de las NIC.

Según las fuentes consultadas, el Ministerio de Economías está dispuesto a corregir esta anomalía aprovechando la reforma de la normativa mercantil, en fase de tramitación en el Congreso de los Diputados.

Pág. 2 LA LLAVE



El economista Mohamed Yunus, han obtenido de forma compartida el premio Nobel de la Paz 2006 por crear una red de microcréditos para los más pobres y sentar las bases para un desarrollo social y económico.

El Grameen Bank (Banco Rural) de Bangladesh y su fundador,

PADRE DE LOS MICROCRÉDITOS Y SU GRAMEEN BANK, NOBEL DE LA PAZ

"A través de las culturas y las civilizaciones, Yunus y el Grameen Bank han demostrado que incluso los más pobres entre los pobres pueden trabajar para provocar su propio desarrollo", ha destacado el comité de cinco miembros que otorga el reconocimiento.

El Comité Noruego del Nobel ha añadido que "la paz duradera no puede alcanzarse a menos que grandes grupos de personas encuentren las vías para salir de la pobreza", y ha mani-

festado que el objetivo de Yunus es terminar con la pobreza en el mundo.

El Grameen Bank hace pequeños préstamos a granjeros, pescadores y artesanos, entre otros. Este "banco de pobres" ha beneficiado a más de tres millones de personas, propietarias ellas mismas del banco y en su gran mayoría mujeres, que reunidas en grupos consiguen reembolsar 9 de cada 10 de sus pequeños préstamos.

INTERNET Y LOS ECONOMISTAS: DIRECCIONES



Las seleccionadas en este número son las siguientes:

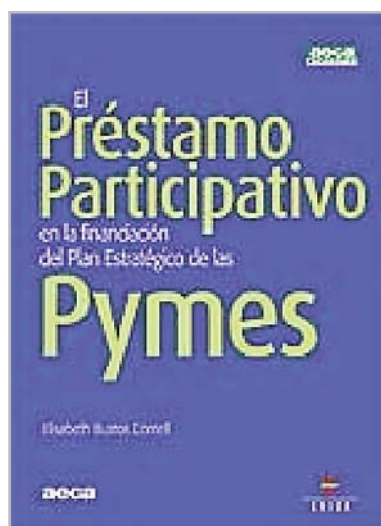
<http://www.mcu.es/ccpb/>
Catálogo Colectivo del Patrimonio Bibliográfico Español

http://www.rtve.es/tve/directo/s_tve_w.asx
Televisión Española por Internet

<http://www.tourspain.es>
Turismo por España

<http://www.aic.org>
Asociación Interamericana de Contabilidad

Reseña Literaria



El Préstamo Participativo en la Financiación del Plan Estratégico de las Pymes

Coordinador:
Elisabeth Bustos Contell
Edita AECA 2006

Aunque frecuentemente se ha presentado el préstamo participativo como una financiación alternativa, este instrumento tiene su propio calado en los requerimientos financieros de la empresa, pues sus especiales condiciones se adaptan perfectamente a la maduración del proyecto financiado, a la vez que permite mejorar las estructuras empresariales como se puede constatar a través del análisis de las ratios más representativas.

Por ello, debería considerarse el préstamo participativo como la financiación de elección para determinadas inversiones y, paralelamente, para concretas situaciones empresariales donde, además, se requiera un apoyo patrimonial. Esta obra analiza el préstamo participa-

tivo desde una perspectiva legal, contable, fiscal, financiera y concursal. Asimismo, descubre cómo este instrumento de financiación permite mejorar la estructura financiera a partir de la optimización de la ratio de endeudamiento, del fondo de maniobra, del resultado y la liquidez.

Además, realiza un extenso recorrido por el mercado de estos préstamos, con un análisis de las condiciones financieras y contractuales que afectan al préstamo participativo según las distintas entidades concedentes.

El estudio se completa con una exposición de las ventajas comparativas del préstamo participativo frente al capital riesgo y a los préstamos ordinarios, especialmente en aquellas empresas pertenecientes a un grupo de consolidación.

Del análisis minucioso del préstamo participativo se concluye que, por sus singulares características entre las que destaca su proximidad a los fondos propios, resulta una financiación muy eficaz para materializar los objetivos del Plan Estratégico de la empresa.

Reseña Literaria



ESTRATEGIAS DE MARKETING: DE LA TEORÍA A LA PRÁCTICA.

Dirección y coordinación:
José Luis Munuera Alemán
Ana Isabel Rodríguez Escudero

CONTENIDO

Brevidad y originalidad son dos rasgos que definen los casos que contiene este libro. Inicialmente concebido como una alternativa a los libros de casos genéricos, intenta también rellenar el hueco existente en el panorama de casos reales en los libros de marketing españoles. En él se presentan diecisiete situaciones empresariales específicas a las que se enfrentan los directivos con extremada frecuencia.

Los casos, confeccionados por veintiocho expertos (profesores y directivos) con una amplia experiencia docente y profesional en el campo de las estrategias de marketing, están destinados a todos aquellos que quieren saber sobre la empresa lo que sólo sus directivos saben. Por ello, en su contenido se prima la información original obtenida de la empresa.

La diversidad de casos elegidos, la amplitud de temas tratados y la presencia de diferentes enfoques, junto con el nivel de elaboración de la información que se aporta, permiten su uso en innumerables situaciones empresariales. Por ejemplo, tras su lectura, usted tendrá todos los detalles sobre:

- ¿Cómo formalizar y organizar el proceso de desarrollo de un nuevo producto exitoso? (INDALUX) ¿O cómo innovar en servicios? (HOTELES SENATOR)

- ¿Cómo y por qué eliminar un producto que hoy funciona adecuadamente de la cartera de la empresa? (LO MONACO)

- ¿Dónde abrir una nueva fábrica en el exterior? (PLÁSTICOS DUREX)

- ¿Cómo abordar rentablemente el segmento de los inmigrantes? (SOL-BANK)

- ¿Por qué es necesario y qué procedimiento es el adecuado para crear una nueva marca? (MURCIA TIERRADENTRO)

- ¿Por qué posicionar el mismo producto de diferentes formas para diferentes segmentos? (CIUDAD ARTES Y CIENCIAS)

- ¿Cómo afrontar con éxito el crecimiento en un mercado maduro (ING) e incluso en decrecimiento? (SANITAS)

- ¿Cómo enfocar el reto de la globalización de los mercados? (CARREFOUR)

Los métodos de enseñanza centrados básicamente en el trabajo del profesor en el aula pierden importancia en el panorama educativo que se espera tras el proceso de convergencia europea de la educación universitaria. Nos movemos hacia una enseñanza que propugna el aprendizaje de habilidades y competencias a través de la actividad autónoma del estudiante. Este libro constituye una útil y eficaz herramienta para afrontar esta nueva forma de enseñanza.

FONDOS EUROPEOS



- Creación de empleo
- Apoyo a PYMES
- Formación • Hospitales
- Carreteras • Universidad
- Sociedad de la Información
- Modernización de la agricultura
- Medio ambiente.



Creecemos con Europa



Región de Murcia
Consejería de Hacienda
Dirección General de Presupuestos,
Fondos Europeos y Finanzas



UNIÓN EUROPEA

www.carm.es/sife



economistas

25 años

1981-2006

PATROCINADORES



COLABORADORES



FIRMAS PROFESIONALES



Sector3

