BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

UNIVERSIDAD DE ALCALÁ
Universidad de Alcalá

La financiación del sector hostelero español: aspectos financieros de la expansión internacional de las cadenas hoteleras españolas

María Jesús Such Devesa

Tesis de Doctorado

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Directores: Dr. D. Antonio Mora Sánchez
Dr. D. Juan Ramón Cuadrado Roura

2003

UNIVERSIDAD DE ALCALÁ

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ESTADÍSTICA, ESTRUCTURA ECONÓMICA Y ORGANIZACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR HOSTELERO ESPAÑOL: ASPECTOS FINANCIEROS DE LA EXPANSIÓN INTERNACIONAL DE LAS CADENAS HOTELERAS ESPAÑOLAS

María Jesús Such Devesa

Septiembre, 2003

Memoria para la obtención del grado de doctor codirigida por el Dr. D. Antonio Mora Sánchez y el Dr. D. Juan Ramón Cuadrado Roura

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

Este trabajo ha sido financiado por una beca “Turismo de España” de la Secretaria de Estado de Comercio y Turismo (Resolución de 17 de diciembre de 2002, B.O.E. de 29 de enero de 2003).

A mi familia.

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR HOSTELERO ESPAÑOL: ASPECTOS FINANCIEROS DE LA EXPANSIÓN INTERNACIONAL DE LAS CADENAS HOTELERAS ESPAÑOLAS

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

ÍNDICE

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

Introducción 1

Capítulo 1. Los sistemas financieros en la financiación de la actividad productiva . . 11

1.1. La financiación de la actividad económica 13

1.1.1. Financiación y crecimiento económico 13

1.1.2. La financiación internacional y la actividad económica 16

1.2. Los sistemas financieros en la financiación empresarial 21

1.2.1. Una perspectiva de la financiación empresarial 21

1.2.2. La financiación empresarial y la estructura de la propiedad del capital financiero 26

1.2.3. La dinámica de los sistemas financieros y la financiación de las actividades productivas en la actualidad . . 31

1.2.4. La internacionalización de los mercados financieros 37

1.2.4.1. Bolsas de valores e internacionalización financiera . . 39

1.2.4.2. Nuevas finanzas 42

1.2.4.2.1. El nuevo marco de progresiva desintermediación 44

1.2.4.2.2. Las transformaciones en los mercados financieros 45

1.2.5. Financiación y dimensión de la empresa. El problema de la financiación de las PYME 46

1.2.5.1. Instrumentos de apoyo a la financiación de la PYME en España 52

1.2.5.1.1. Capital riesgo o capital inversión 52

1.2.5.1.2. Garantía recíproca 64

1.2.5.1.3. Segundo mercado bursátil 70

1.2.5.1.4. Titulización 71

Capítulo 2. Las fuentes de financiación del sector hostelero español 75

2.1. Una aproximación al sector hostelero 77

2.1.1. Concepto y delimitación del sector hostelero en el marco de la actividad turística 77

2.1.2. El sector turístico y el sector hostelero en España: su importancia económica actual 82

2.1.2.1. Panorama del turismo español en la segunda mitad del siglo XX 82

2.1.2.2. El sector turístico español en la actualidad. Especial referencia al sector hostelero 89

2.1.3. La financiación de la actividad hostelera: aspectos generales 100

2.2. La financiación crediticia del sector hostelero desde una perspectiva histórica 115

2.2.1. Fuentes estadísticas: La Central de Información de Riesgos del Banco de España . 115

2.2.2. La importancia de la financiación crediticia en la hostelería española 118

2.2.3. Tendencias en la financiación del sector hostelero desde el *boom* de los sesenta hasta la incorporación de la economía española a la Comunidad Europea (1966-1985) . . 123

2.2.3.1. Principales reformas en el sistema financiero español 123

2.2.3.2. Comportamiento crediticio del sector hostelero español 125

2.2.4. El comportamiento financiero del sector hostelero desde la incorporación de España a la Unión Europea (1986-1995) 134

2.2.4.1. Proceso de liberalización del sistema financiero español 134

2.2.4.2. Panorama de la financiación intermediada 135

2.2.4.3. Distribución subsectorial del crédito hostelero 140

2.2.5. Situación actual de la financiación hostelera 144

2.2.5.1. La financiación intermediada del sector hostelero español en el periodo 1996-2002 . . 145

2.2.5.2. Análisis subsectorial de la financiación intermediada de las actividades hosteleras en la actualidad 151

2.2.6. Proyección del comportamiento de bancos y cajas de ahorro como principales intermediarios financieros en el sector hostelero 159

2.2.6.1. Proyección del comportamiento financiero de bancos y cajas de ahorro en el sector hotelero . . 168

2.2.7. Análisis regional de la financiación intermediada en las actividades hosteleras 172

2.2.7.1. Perfil regional de la financiación intermediada 172

2.2.7.1.1. Evolución reciente de la actividad de las entidades de depósito en el ámbito regional 172

2.2.7.1.2. Principales rasgos de la evolución del negocio de los bancos desde una perspectiva autonómica . . 177

2.2.7.1.3. La posición de las cajas de ahorro en la financiación autonómica 177

2.2.7.1.4. El papel de las cooperativas de crédito en la financiación autonómica . . 178

2.2.7.1.5. El crédito bancario y el crecimiento regional 179

2.2.8. La financiación del sector hostelero desde una perspectiva autonómica hasta 1995 180

2.2.9. La actualidad de la financiación turística desde un punto de vista territorial 194

2.3. La financiación directa del sector hostelero 213

2.3.1. El discreto papel de los mercados de renta fija en la financiación hostelera 213

2.3.1.1. Activos híbridos 216

2.3.1.1.1. Bonos convertibles 216

2.3.1.1.2. Emisiones preferentes 217

2.3.2. El acceso a la cotización bursátil de las empresas turísticas españolas 219

2.4. La financiación al sector hostelero procedente de sectores no financieros 228

2.4.1. El papel de los tour operadores en la financiación del desarrollo hotelero español 228

2.4.1.1. Estructura y funcionamiento de los tour operadores en Europa 228

2.4.1.2. La actuación de los tour operadores en España y su apoyo financiero al sector hostelero . . . 234

2.4.1.3. Retos que marcan el futuro de las relaciones con los tour operadores 241

2.4.2. El apoyo financiero del sector inmobiliario a la hotelería española 243

2.4.2.1. El ciclo inmobiliario 243

2.4.2.1.1. Los factores financieros en los ciclos cortos 245

2.4.2.2. El empujón inmobiliario a la hotelería española 249

2.5. Otras alternativas financieras para el sector hostelero 255

2.5.1. El capital riesgo se convierte en clave de la inversión hotelera 255

Capítulo 3. Análisis empírico:
La financiación de las multinacionales hoteleras españolas 261

3.1. Objetivo 263

3.1.1. La empresa multinacional 264

3.1.1.1. Teoría de la intuición 265

3.1.1.2. Teoría del ciclo de vida del producto en el comercio internacional 267

3.1.1.3. Teoría de la ventaja monopolista 269

3.1.1.4. Teoría de la interiorización de mercados (el enfoque ecléctico) 270

3.1.1.4.1. El enfoque ecléctico 273

3.1.1.4.2. La aportación de Giddy y Young al enfoque ecléctico 274

3.1.1.4.3. Otras aportaciones en el marco del enfoque ecléctico 275

3.1.1.5. El enfoque ecléctico y el comportamiento internacional del sector hotelero 277

3.2. Rasgos de las empresas hoteleras españolas con implantación internacional 281

3.2.1. Estructura de la propiedad y control 292

3.2.2. Organización e integración productiva 295

3.2.3. Experiencia nacional 297

3.2.4. Grado de internacionalización 298

3.2.5. Estrategias de crecimiento 303

3.2.5.1. Estrategia de especialización 303

3.2.5.2. Estrategia de diversificación 304

3.2.5.3. Integración vertical 304

3.2.5.4. Integración horizontal 307

3.2.5.5. Integración diagonal 308

3.2.5.6. Fusiones y adquisiciones 309

3.2.5.7. La cooperación entre empresas 312

3.2.5.7.1. Las alianzas estratégicas 312

3.2.5.7.2. Las *equity joint ventures* como alianzas estratégicas 313

3.2.5.8. Crecimiento contractual 315

3.2.5.8.1. Franquicia 315

3.2.5.8.2. *Management contract* o contrato de gestión 317

3.2.5.8.3. Arrendamiento hotelero 320

3.2.5.9. Propiedad 320

3.2.5.10. El *branding* 321

3.2.6. Modalidades de expansión internacional del sector hotelero español 322

3.3. Características del proceso de internacionalización y su financiación . 327

3.3.1. La globalización en la captación de fondos 333

3.3.2. El mercado intraempresa de recursos financieros en la empresa multinacional 339

3.3.3. La estructura de la propiedad hotelera desde una perspectiva internacional 340

3.3.3.1. Cambios en la estructura de la propiedad hotelera en Europa 341

3.3.3.1.1. *Branding* 343

3.3.3.1.2. Vehículos de inversión especializados en hoteles en Europa 344

3.3.3.1.3. Estructuras operativas 346

3.3.3.1.4. Tendencias futuras 348

3.3.4. Las grandes marcas hoteleras 349

3.3.5. La participación de las entidades financieras en el negocio hotelero español 355

3.3.5.1. La preferencia de las entidades de crédito por la financiación de contratos de gestión y arrendamiento 367

3.3.5.2. La expansión vía franquicias y su financiación 371

3.3.6. *Sale and lease back* 372

3.3.7. El negocio inmobiliario en la internacionalización hotelera . . 373

3.3.8. Inversiones financieras de empresarios individuales en el sector hotelero 374

3.3.9. El capital local de destino en la expansión de las cadenas hoteleras españolas 374

3.3.10. Los operadores turísticos y la internacionalización 376

3.3.11. Perspectivas financieras del sector hotelero 378

3.4. Una aproximación empírica a los determinantes de las decisiones de endeudamiento de las empresas hoteleras españolas internacionalizadas 382

3.4.1. Introducción 382

3.4.2. Determinantes teóricos 384

3.4.2.1. La estructura financiera óptima 384

3.4.2.2. Teoría de la jerarquía financiera 386

3.4.3. Estudios empíricos existentes 390

3.4.4. El planteamiento del modelo econométrico 393

3.4.5. Metodología de estimación del modelo econométrico 395

3.4.5.1. Fuentes de datos 395

3.4.5.2. Modelo Probit 396

3.4.5.3. Variables utilizadas en el modelo econométrico 401

3.4.5.3.1. Variable dependiente 401

3.4.5.3.2. Variables independientes 405

3.4.6. Resultado de las estimaciones del modelo econométrico 414

3.5. Valor estratégico de las principales multinacionales hoteleras españolas 417

3.5.1. Sol Meliá 417

3.5.1.1. Orígenes y trayectoria 417

3.5.1.2. Presencia internacional 419

3.5.1.3. Estructura de capital 420

3.5.1.4. Organización empresarial 422

3.5.1.4.1. Estrategia de expansión internacional . . 422

3.5.1.4.2. Estructura organizativa 426

3.5.1.4.2.1. La salida a bolsa de Sol Meliá 428

3.5.1.4.2.2. Meliá Inversiones Americanas, N.V. (MIA) . . 430

3.5.1.4.2.3. La "nueva" Sol Meliá y la incorporación de Tryp Hoteles 433

3.5.1.4.3. Estrategia de expansión en España 436

3.5.1.5. Principales rasgos 439

3.5.2. NH Hoteles 440

3.5.2.1. Orígenes y trayectoria 440

3.5.2.2. Presencia internacional 443

3.5.2.3. Estructura de capital 443

3.5.2.4. Organización empresarial 446

3.5.2.4.1. Estrategia de expansión internacional . . 446

3.5.2.4.2. Estructura organizativa 450

3.5.2.4.3. Estrategia de expansión en España 454

3.5.2.5. Principales rasgos 456

3.5.3. Barceló Hoteles (Grupo Barceló) 457

3.5.3.1. Orígenes y trayectoria 457

3.5.3.2. Presencia internacional 462

3.5.3.3. Estructura de capital 465

3.5.3.4. Organización empresarial 467

3.5.3.4.1. Estrategia de expansión internacional . . 467

3.5.3.4.2. Estructura organizativa 468

3.5.3.4.3. Estrategia de expansión en España 471

3.5.3.5. Principales rasgos 473

3.5.4. Hoteles Riu 474

3.5.4.1. Orígenes y trayectoria 474

3.5.4.2. Presencia internacional 475

3.5.4.3. Estructura de capital 477

3.5.4.4. Organización empresarial 479

3.5.4.4.1. Estrategia de expansión internacional . . 479

3.5.4.4.2. Estructura organizativa 480

3.5.4.4.3. Estrategia de expansión en España 482

3.5.4.5. Principales rasgos 484

3.5.5. Iberostar 485

3.5.5.1. Orígenes y trayectoria 485

3.5.5.2. Presencia internacional 488

3.5.5.3. Estructura de capital 490

3.5.5.4. Organización empresarial 491

3.5.5.4.1. Estrategia de expansión internacional . . 491

3.5.5.4.2. Estructura organizativa 493

3.5.5.4.3. Estrategia de expansión en España 495

3.5.5.5. Principales rasgos 497

3.5.6. Análisis comparativo de las principales multinacionales hoteleras españolas 498

Conclusiones 503

Bibliografía 523

Anexo 563

Índice de Figuras, Cuadros, Gráficos y Tablas 575

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

INTRODUCCIÓN

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

El sector turístico español ha experimentado un espectacular desarrollo a lo largo del siglo XX, de especial intensidad en la segunda mitad del mismo, realidad que contrasta con la relativa escasez de estudios dedicados al sector más importante en la economía española, particularmente los referidos a aspectos financieros.

El estudio de las fuentes de financiación del sector hostelero español es el objetivo fundamental de esta tesis así como el modo en que en las últimas décadas las empresas hosteleras españolas, en particular las multinacionales hoteleras, han debido afrontar unas necesidades financieras crecientes como consecuencia de la propia naturaleza de las inversiones que afrontaban, en un marco competitivo cada vez más globalizado.

El esquema general de relaciones entre el sistema financiero y las actividades productivas en el que se han desarrollado las empresas del sector hostelero en España ha ejercido un protagonismo esencial en la configuración de la estructura financiera de las empresas del sector.

Para desarrollar este trabajo se ha revisado la literatura disponible sobre el papel de los sistemas financieros en la financiación de las actividades económicas, con especial atención a las aportaciones sobre la estructura financiera de las empresas, la propiedad del capital financiero y la problemática financiera específica de las empresas de menor dimensión.

Asimismo, se ha pasado revista a las principales construcciones teóricas sobre la determinación de la estructura financiera óptima de la empresa partiendo de la aportación de Modigliani y Miller (1958) y la literatura posterior que dicha tesis suscitó, así como los modelos que en los últimos años han surgido como explicaciones teóricas a la configuración de una estructura financiera adecuada que atienda las necesidades de las empresas.

La primacía de la financiación de carácter intermediado en España frente a alternativas de predominio de la financiación directa a través de los mercados, ha configurado un panorama en el que el protagonismo de la financiación de origen bancario ha sido una realidad generalizable al conjunto de los sectores económicos y por tanto, de la que el sector turístico no constituye una excepción.

Estamos ante un sector caracterizado por su atomización, por la escasa dimensión de buena parte de las empresas dedicadas a actividades turísticas, pero asistimos a un escenario en el que algunas compañías españolas, especialmente cadenas hoteleras, se enfrentan a procesos importantes de internacionalización de su actividad que necesariamente exigen una reconsideración de sus estrategias económicas y financieras. Esto ha incorporado elementos novedosos en la financiación que ayudan a comprender el mayor protagonismo que en los últimos años detentan los mercados financieros españoles como canalizadores del ahorro.

Con todo, no debe interpretarse que el sector crediticio haya perdido protagonismo en la financiación al sector turístico. El crédito al sector hostelero ha experimentado un intenso crecimiento en la década de los noventa y también han surgido otras fórmulas de apoyo financiero al sector procedentes de los intermediarios bancarios. La fortaleza de la banca sigue, pues, destacando en el sector hotelero, al que atiende a través de una mayor diversificación de las fórmulas de financiación, en correspondencia con los procesos de internacionalización e innovación financiera que, al igual que en otras actividades productivas, también ha afectado a las turísticas. Pero el impulso crediticio procedente de otros intermediarios como las cajas de ahorro es tan importante que éstas parecen próximas a relegar a los bancos en su tradicional liderazgo.

Las empresas constructoras e inmobiliarias, por otra parte, dan muestras de un creciente interés por apoyar iniciativas hosteleras en general y hoteleras en particular. La importante revalorización reciente de los activos inmobiliarios, el potencial de crecimiento de esas actividades y las expectativas de rentabilidad, explican esta atención.

Todo esto se produce en un marco de carácter aperturista y de globalización de las relaciones económicas que facilita los movimientos del capital financiero, con menos restricciones que antaño y que ha favorecido la financiación internacional de la actividad hostelera, atraída por la elevada rentabilidad, impulsando su dinamismo. El sector hostelero ha contribuido a la internacionalización de la economía española, si bien, pese al avance experimentado en los últimos años, todavía queda mucho camino por recorrer. Una buena parte del tejido empresarial hostelero aún permanece prácticamente al margen del fenómeno globalizador, al menos desde un punto de vista

activo, pero cada vez es mayor el número de empresas que acometen estrategias de internacionalización, dinamizando la actividad sectorial y actuando como referentes para el conjunto de las empresas del sector. A ellas, en particular al estudio de los aspectos financieros del proceso de internacionalización, se hace referencia en este estudio.

El sector hotelero español ha apostado tradicionalmente por un modelo pasivo de internacionalización, más orientado hacia la atracción de capitales foráneos, básicamente firmar acuerdos con los principales tour operadores europeos con intención de reforzar su posición competitiva en el mercado nacional. En épocas más recientes, los tour operadores han acompañado a las hoteleras españolas en la penetración en nuevos mercados, fundamentalmente en aquellos en los que el objeto de la actuación se basa en el turismo vacacional, conscientes de la necesidad de competir en un ámbito global y bajo la presión de las multinacionales extranjeras en el mercado doméstico. En este último caso, la manifestación más evidente pasa por la intensificación de las condiciones competitivas en la hotelería de carácter urbano.

La implicación de agentes financieros y no financieros en el desarrollo nacional e internacional de la actividad hostelera española es el hilo conductor de este trabajo estructurado en cinco partes.

En el capítulo primero se plantea una revisión de las principales aportaciones de la literatura económica en materia de relaciones entre el sistema financiero y las actividades económicas, prestando especial atención a las aportaciones de la década de los noventa, sobre todo en las que se ocupan de la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. El proceso de innovación financiera exige la transformación de las actuaciones de las instituciones y los mercados financieros, que se acomodan a las distintas circunstancias de riesgo. Las empresas no financieras participan también en ese nuevo marco de relaciones con diferentes actitudes y condicionantes estratégicos y competitivos, y son las de menor dimensión las que pueden presentar mayores dificultades para acceder a las innovaciones. A tal efecto, se consideran las vías de financiación específicamente diseñadas para atender las circunstancias particulares de este tipo de empresas.

El Capítulo 2 está dedicado al análisis de las principales fuentes de financiación del sector hostelero español. El punto de partida trata de valorar la importancia económica actual de dicha actividad. Se repasan los acontecimientos más importantes desde la segunda mitad del siglo XX que han afectado al sector hostelero español para llegar a situar la realidad actual del mismo. La concentración de la oferta turística en el segmento vacacional está dando paso a una mayor diversificación, aún insuficiente, lo que provoca incertidumbre y preocupación. A pesar de ello, España sigue avanzando posiciones como destino turístico internacional, convirtiendo al sector turístico en uno de los más dinámicos e innovadores del tejido empresarial español.

En dicho entorno, los aspectos financieros se convierten en elemento clave para acceder a un mejor conocimiento de un sector como la hostelería, que representa más del 8% del valor añadido total de la producción española. Tras una somera visión general de la financiación hostelera y de los aspectos relacionados con la innovación financiera en el sector, de escasa trascendencia aún en la actualidad, se procede a analizar la financiación intermediada del sector hostelero español. A partir de la información proporcionada por la Central de Información de Riesgos del Banco de España, que dispone de información de créditos al sector hostelero desde 1966, se plantea desde un punto de vista histórico la evolución de los recursos crediticios captados por las actividades hosteleras, teniendo en cuenta las reformas experimentadas por el sistema financiero español y los avances experimentados por la hostelería, en el cuadro general de apertura y liberalización progresiva que vive la economía española.

Los rasgos subsectoriales de la financiación crediticia del sector hostelero merecen una reflexión específica pero la información disponible se remonta a 1986, momento a partir del cual se ha podido precisar la evolución de las actividades de restauración y alojamiento, en sus diferentes modalidades, que componen el sector hostelero. El estudio subsectorial pone especial énfasis en la actividad hotelera, ya que ésta protagonizará la parte final de este trabajo de investigación y las bases financieras que permiten su desarrollo son de particular interés para la mejor comprensión de la expansión internacional de dicha actividad.

El papel desempeñado por los principales intermediarios financieros en la atención de las necesidades del sector hostelero y su comportamiento pasado y presente, nos ayuda a

plantear qué puede suceder en los próximos años y si es previsible que cambie sustancialmente una distribución de papeles que ha permanecido estable durante lustros.

Por último, el análisis de la financiación intermediada se enriquece con la perspectiva autonómica que pretende valorar las singularidades aparentes de ciertos territorios desde la óptica de la atención a las necesidades del sector hostelero. La diferente composición de la oferta hostelera regional sugiere un comportamiento diferencial entre comunidades autónomas.

Si el tratamiento de la financiación hostelera se plantea desde el punto de vista de la influencia de los mercados de valores, el panorama se circunscribe al reducido número de empresas que han accedido a los mismos. Otro tanto parece plantearse cuando se trata del estudio de alternativas financieras de más reciente aparición en el panorama hostelero español, cuya incidencia es todavía incipiente. El análisis, por otra parte, de las fuentes de financiación procedentes de sectores no financieros también despierta interés por tratarse de vías recurrentemente utilizadas por las empresas hosteleras españolas, alguna de las cuales, como la financiación a través del apoyo de tour operadores internacionales, es de especial relevancia en el desarrollo del sector hotelero español.

El Capítulo 3, al igual que el anterior, tiene un carácter eminentemente empírico, enfocado hacia el análisis del comportamiento financiero de las multinacionales hoteleras españolas.

A partir de una revisión teórica del comportamiento de las empresas multinacionales para acercarnos a una mejor comprensión del proceso de internacionalización del sector hotelero español, se analizan las cadenas españolas que han emprendido su expansión internacional, tratando de conocer los aspectos que definen las diferentes alternativas internacionalizadoras de las empresas españolas. Esa perspectiva comparada permitirá valorar los rasgos diferenciales del proceso de internacionalización del sector hotelero español frente a lo acontecido en otros ámbitos, en especial en relación con las estrategias seguidas por las compañías hoteleras más importantes del mundo, estadounidenses en su mayoría. Distintas modalidades de expansión exigen fórmulas diferenciadas de apoyo financiero. A través de las fuentes primarias de las propias

empresas afectadas, y los agentes implicados en su respaldo financiero, se pretende perfilar la realidad de un sector del que se dispone de escasa y dispersa información.

Las empresas hoteleras, muy especialmente las líderes del sector, siguen estrategias de crecimiento más agresivas para desarrollarse tecnológicamente y ganar presencia en los mercados. El proceso se intensifica para las que cotizan en Bolsa, sometidas a mayor vigilancia y presión por el mercado. El papel de los intermediarios y los mercados financieros en esta dinámica de crecimiento merece ser observado, así como el rol que otros agentes no financieros van adquiriendo en el sector hostelero. Las perspectivas financieras de la empresa turística, en general, y hotelera, en particular, son amplias y diversificadas, disponiendo de una gama más amplia de inversores y fuentes de financiación. Al análisis de este nuevo panorama se presta especial atención en esta Memoria.

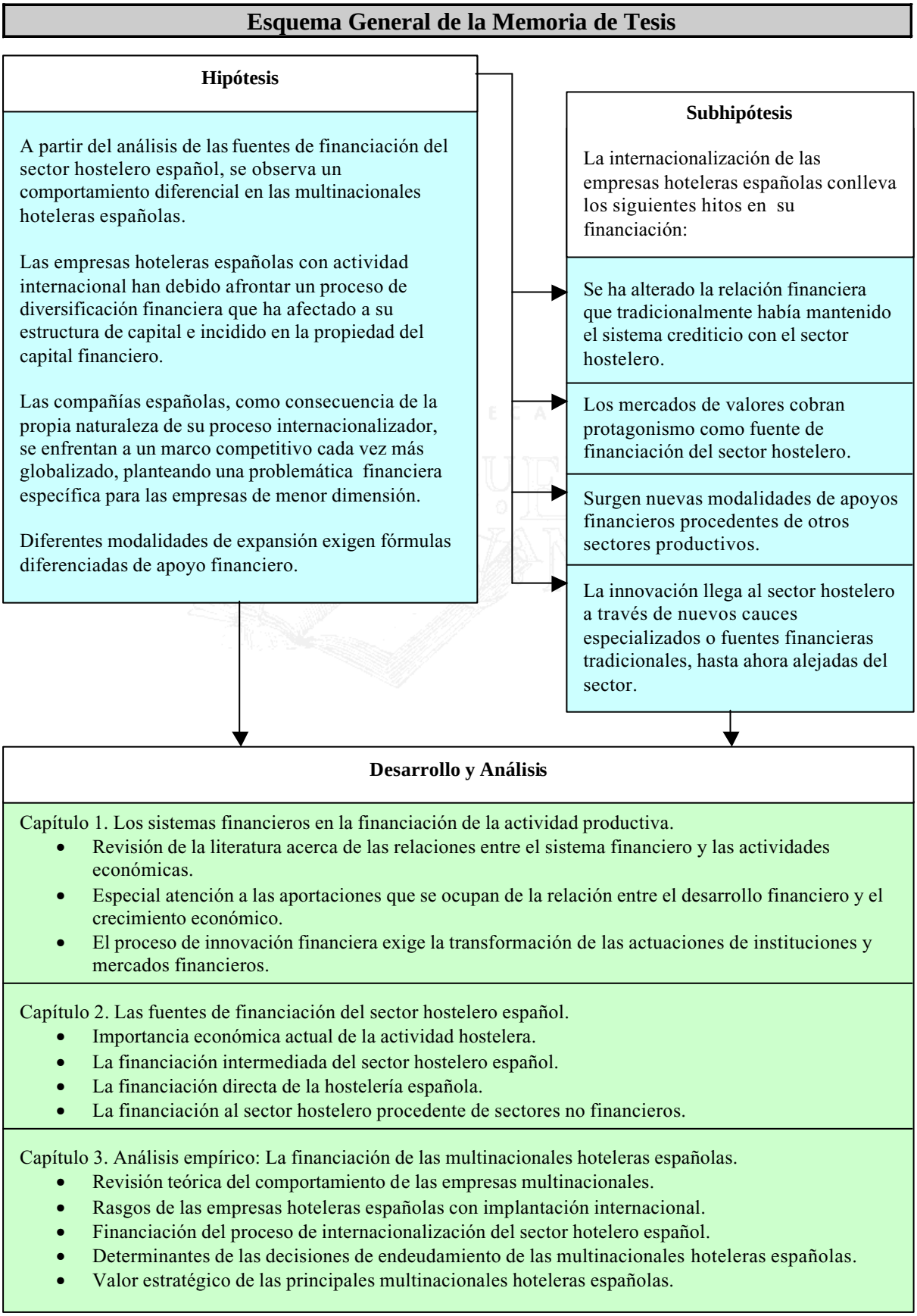
El Capítulo 3 se cierra con un apartado dedicado al análisis individualizado de las cinco cadenas hoteleras españolas internacionalizadas que tienen un carácter emblemático para el sector hotelero español. Son las compañías hoteleras más importantes de España y ocupan lugares relativamente preeminentes en las diferentes clasificaciones de cadenas hoteleras del mundo, alguna por su tamaño, las demás por el reconocimiento mundial alcanzado por sus marcas, por su especialización en el negocio al que se dedican o por las alianzas que han venido materializando con otras empresas. En definitiva, constituyen un colectivo de referencia para el sector hotelero español.

Se cierra la Memoria con un capítulo dedicado a plantear las conclusiones más importantes obtenidas a partir de la investigación desarrollada, así como unas breves consideraciones sobre líneas futuras de investigación sugeridas a lo largo del desarrollo del trabajo. Se ha añadido un anexo estadístico que completa el análisis territorial de la financiación al sector hostelero planteado en el Capítulo 2.

Si bien los resultados obtenidos en cualquier investigación son responsabilidad de su autor, no es menos cierto que éste no logra habitualmente culminar el proceso investigador en solitario. Es el caso de esta Memoria para la obtención del grado de Doctor, codirigida por los profesores Dres. D. Antonio Mora Sánchez y D. Juan Ramón Cuadrado Roura, a quienes debo expresar mi más sincero agradecimiento por

introducirme y orientarme en este campo de investigación, por sus valiosos consejos y sugerencias. Asimismo, deseo dedicar un apartado especial en mi gratitud al Dr. D. Antonio Torrero Mañas, por su confianza y apoyo constante desde mi incorporación a la Unidad Docente de Estructura Económica, que dirige en la Universidad de Alcalá. A mis compañeros de Departamento que me animaron y asesoraron en el desarrollo de este trabajo de investigación, así como a los compañeros de otros Departamentos de mi Universidad y de otras Universidades por su dedicación, sugerencias y comentarios, lo que ha contribuido a mejorar el resultado final sensiblemente. No debo pasar por alto la desinteresada y amable participación en el suministro de información de instituciones como el Banco de España, el Instituto de Estudios Turísticos, la Bolsa de Madrid, la Federación Española de Hostelería y Bibliotecas de la Universidad de Alcalá, en especial la de la Facultad de CC. Económicas y Empresariales y la del Edificio Multidepartamental del Campus de Guadalajara, cuyo personal ha mostrado en todo momento una actitud generosa y acogedora hacia mis demandas. Así mismo, debo reservar un espacio para agradecer el interés y la actitud de colaboración mostrado por los directivos de las empresas turísticas, así como financieras y no financieras, consultadas. Por último, debo referirme también a la Universidad de Alcalá al poner de manifiesto mi agradecimiento, por haberme permitido participar en la génesis y el desarrollo de los estudios universitarios en turismo, y por ende, el acceso a información y conocimientos del sector desde una perspectiva multidisciplinar, tremendamente enriquecedora.

Figura 0.1.



Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO 1

LOS SISTEMAS FINANCIEROS EN LA FINANCIACIÓN DE LA ACTIVIDAD PRODUCTIVA

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

1.1. La financiación de la actividad económica.

Según el Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia, financiación o su sinónimo, financiamiento, se define como "acción y efecto de financiar". Financiar es, de acuerdo con la Real Academia, un verbo que procede del francés *financer* y que significa: "Aportar el dinero necesario para una empresa. Sufragar los gastos de una actividad, obra, etc.".

Financiero/ra: (del francés *financier*) adj. Perteneciente o relativo a la hacienda pública, a las cuestiones bancarias y bursátiles o a los grandes negocios mercantiles. Persona versada en la teoría o en la práctica de estas mismas materias.

BIBLIOTECA VIRTUAL

En el ámbito empresarial se suceden en el tiempo proyectos de inversión y financiación. Una empresa nace para hacer frente a la demanda insatisfecha, para lo cual se necesita hacer inversiones que no pueden llevarse a cabo si no se dispone de recursos financieros. Una empresa podrá sobrevivir y, en su caso, crecer cuando la rentabilidad de las inversiones realizadas supere el coste del capital utilizado en su financiación. El concepto de coste de capital, sobre el que inciden los conceptos de riesgo económico y riesgo financiero, viene a ser la bisagra o eje principal sobre el que descansa la simbiosis "inversión-financiación empresarial", el cual depende no sólo de factores externos –mercado financiero-, sino también de los factores internos o propiamente empresariales.

1.1.1. Financiación y crecimiento económico.

La vinculación entre la estructura financiera de un país y su crecimiento económico ha sido una cuestión discutida durante décadas por los estudiosos de la materia. Ya Joseph Schumpeter en su obra *The Theory of Economic Development* (1911) asignó un papel determinante al crédito como motor de la innovación y el espíritu emprendedor. Si no hay intermediación bancaria, las unidades económicas deben recurrir a la autofinanciación que se considera una solución subóptima ya que no se pueden endeudar cuando afrontan proyectos de inversión cuya rentabilidad es mayor que el coste del endeudamiento. Para algunos autores, la evidencia empírica disponible no

permite afirmar que exista una relación directa entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Goldsmith, en cambio, en su ya clásico trabajo de 1969 en el que analiza la evolución de 36 países en el periodo 1860-1963, constata la existencia de una relación positiva entre el desarrollo de la estructura financiera y el nivel de actividad económica, si bien se apresura a afirmar la imposibilidad de establecer una relación causa-efecto. La causalidad iría en ambas direcciones, pudiendo existir países con bajo crecimiento y sistemas financieros débiles y otros con mercados financieros muy desarrollados y elevado crecimiento y también puede haber países con una mezcla de ambos.

La mayoría de los autores coincide en señalar, por otro lado, que el grado de desarrollo económico de un país condiciona el de su sistema financiero, tanto en lo que respecta a la dimensión como al grado de sofisticación. En los últimos años, debido a las crisis bancarias y financieras internacionales, esta opinión ha adquirido mayor relevancia que la opinión de aquellos autores que como Stern (1989) no otorgan ningún papel a las finanzas, reservando a los factores reales el único protagonismo en el crecimiento económico. Para estos últimos, la relación de causalidad va de un mayor crecimiento de un país a un mayor y más eficiente sistema financiero. Para el resto, el sistema financiero juega un importante papel en el desarrollo económico.

El sistema financiero parece no actuar pasivamente respecto a la generación y demanda de fondos prestables, lo que influye en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. El sistema financiero desempeñaría, además, un papel activo en el logro de unas mayores tasas de crecimiento, como parece demostrarse en el hecho de que los países que cuentan con sistemas financieros más desarrollados y eficientes sean asimismo los que obtienen mejores resultados en términos de crecimiento. Lo que no se ha conseguido medir con precisión es el resultado que genera la función financiera ni la contribución de las diferentes estructuras financieras al crecimiento económico.

A partir de la década de los noventa se han publicado numerosas investigaciones sobre la relación entre la dimensión financiera de las economías y el nivel y ritmo de crecimiento económico conseguido por los países. La relación entre ambas variables ha sido corroborada empíricamente, si bien subsisten interrogantes sobre la dirección de la causalidad. No es posible entrar aquí en el análisis de estas nuevas aportaciones. La revisión de esta literatura y de los progresos realizados en este campo de investigación

ha sido realizada recientemente por uno de los economistas pioneros en ese programa de investigación (Levine, 2003).

McKinnon (1973) planteó el problema de la llamada "represión financiera" en los países en desarrollo. El Estado interviene directamente (represión financiera) estableciendo controles a los tipos de interés, decidiendo cómo se debe asignar el crédito e impidiendo que sea el mercado financiero el que movilice los recursos asignándolos de la forma más eficiente posible, por lo que la represión conduce a niveles de ahorro nacional bajos y asignación ineficiente a los proyectos de inversión; con ello el crecimiento es menor.

Marco Pagano (1993) identifica tres canales de transmisión por los cuales el desarrollo financiero puede afectar positivamente al crecimiento a largo plazo.

1. Un aumento de la proporción de ahorro que se destina a la inversión. Cuanto más desarrollado está el sistema financiero, menores son los costes de transacción en la intermediación financiera gracias a la competencia existente en el sector financiero y menor es el volumen de ahorro que se pierde en dicha intermediación. Por tanto, resulta fundamental para el crecimiento económico el desarrollo del mercado bancario y de los mercados de capitales.
2. Un aumento de la productividad marginal social del capital. Un mercado financiero desarrollado actúa eficientemente en la recogida de información sobre los deudores y sobre los proyectos de inversión planteados. Una mejor y mayor información contribuye a reducir los costes de transacción y, al tiempo, asegura que los ahorros se dirigirán a los mejores proyectos de inversión. Además, los intermediarios financieros van a diversificar sus carteras, invirtiendo también en proyectos que entrañan más riesgo pero tienen mayor rendimiento, y al mismo tiempo, permite a los inversores diversificar y compartir el riesgo con los intermediarios, ya sean bancos, aseguradoras o mercados de capitales. Esto va a permitir, igualmente, afrontar inversiones de mayor riesgo en nuevas tecnologías y favorecer con ello, los avances de la productividad y el crecimiento económico, como apunta Gilles Saint-Paul (1992). De igual modo, una mejor información va permitir reducir el riesgo de liquidez de los ahorradores ya que los intermediarios bancarios pueden actuar agrupando el riesgo de liquidez de los depositantes, reducir su necesidad de invertir

en activos líquidos y aumentar su participación en proyectos de inversión colectiva (Becinvega y Smith, 1991).

3. Mediante un aumento de la tasa de ahorro privada. Se trata del canal más ambiguo pues también puede darse la circunstancia de estar ante sistemas financieros muy desarrollados que reduzcan el nivel de ahorro. Puede que reduzca las restricciones de liquidez de los ahorradores privados, con lo que necesitan ahorrar menos, a menos que tomen prestado para invertir en lugar de consumir. Puede suceder que las familias más aseguradas en los mercados financieros decidan ahorrar menos. Todo ello conduce a pensar que el seguro y el crédito a las familias puede reducir el nivel de ahorro y el crecimiento a largo plazo, mientras que el crédito a las empresas y los mercados bursátiles puede aumentar la inversión y el crecimiento. Sin embargo, podemos afirmar que no hay ambigüedad en el caso contrario, es decir, que sistemas financieros poco desarrollados y "reprimidos" tienden siempre a reducir el nivel de ahorro y el crecimiento a largo plazo.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

1.1.2. La financiación internacional y la actividad económica.

Existe otro aspecto que interesa tratar y es el de la vinculación entre la financiación internacional y el crecimiento. Paul Krugman (1993) hace un repaso a las teorías existentes sobre dicha vinculación. Los modelos de crecimiento neoclásicos (Solow, 1956) sugieren que la integración internacional de los mercados de capitales no juega un papel importante en el crecimiento económico. La abundancia de flujos de capital exterior no tiene una repercusión significativa en la explicación sobre los niveles y tasas de crecimiento. Como se parte del supuesto de la existencia de rendimientos de capital decrecientes, las entradas importantes de capital implican sólo pequeñas diferencias en las tasas de crecimiento. La explicación a esta realidad reside en que defienden que los países pobres tienen funciones de producción menos eficientes y el rendimiento del capital es reducido. Asimismo, la manera de contabilizar el crecimiento reduce el papel de dicho capital, ya que el conocido como "residuo de Solow" explica una parte del crecimiento porque la otra parte hay que justificarla por la acumulación de factores de producción, capital y trabajo, y la relación entre ambos.

En general, en el marco de los modelos neoclásicos convencionales, la inversión en el exterior obedece a una clara motivación: la búsqueda de una mayor productividad y rentabilidad del capital. Se espera, además, que los flujos de inversión sigan una determinada dirección que los orienta desde las naciones ricas hacia las naciones pobres, ya que, bajo el supuesto de rendimientos decrecientes, la productividad del capital se supone mayor cuanto menor dotación de capital posea un país. Los movimientos internacionales de capital contribuyen así a difundir el crecimiento económico y el avance tecnológico. Esta teoría, sin embargo, no permite explicar la presencia de flujos de capital entre países de similar nivel de desarrollo e incluso, desde países de menor riqueza a los más avanzados. Tampoco permite explicar las distintas intensidades con las que se producen los flujos de inversión directa entre diversas actividades económicas.

Otra explicación teórica sobre la relación entre financiación internacional y crecimiento la encontramos en la llamada "teoría de las dos brechas" (*two gap theory*) o modelo de crecimiento con dos restricciones apuntada en los años sesenta por Chenery y Bruno (1962) y poco después por McKinnon (1964) y por Chenery y Strout (1966). Éstos afirman que el crecimiento de un país en desarrollo está limitado por dos restricciones. La primera es su capacidad de ahorrar e invertir. La segunda es la de generar divisas para financiar las importaciones necesarias para favorecer su crecimiento a través del proceso de acumulación de capital, ya que la estructura productiva de un país en desarrollo no es la adecuada para satisfacer las necesidades de acumulación de capital, por carecer de sectores que suministran los bienes de capital por lo que estas economías requieren, para su proceso de acumulación, ciertos mínimos de importación. En este contexto, las entradas de capital externo permiten relajar ambas restricciones ya que por un lado, van a complementar el ahorro nacional y por otro, van a proporcionar las divisas necesarias para poder afrontar las necesidades de importación. Sin embargo, para que esto se produzca, hay una condición necesaria y es que los mercados de ese país en desarrollo deben estar en desequilibrio. Así, si en los mercados laborales se produce un exceso de oferta, una entrada de capital puede actuar sobre la demanda reactivando la inversión y con ello, la demanda de trabajo, por lo que se reduce el desempleo existente. Si los mercados de divisas se encuentran en una situación de exceso de demanda, las divisas más importantes serán difíciles de conseguir por lo que

una entrada de divisas fuertes puede devolver el equilibrio a dicho mercado y reducir la restricción para poder importar bienes necesarios para el crecimiento.

Posteriormente, otros autores como Romer (1986) y Lucas (1988), apuntan a la acumulación de capital como la explicación prácticamente exclusiva del crecimiento a largo plazo, sin necesidad de recurrir al "residuo de Solow". Estos autores desarrollan la idea de la endogeneidad del progreso técnico y los rendimientos crecientes de la acumulación de capital físico y humano. La acumulación de capital genera economías externas con lo que la elasticidad de la producción a los aumentos de capital excede su participación en el PIB. Esto hace que el rendimiento social del capital sea más elevado que su rendimiento privado ya que tiene un efecto "derrame" sobre el resto de la economía, no sólo sobre la rentabilidad del inversor. En estas circunstancias, una entrada de capital procedente del exterior en un país en desarrollo aumentará su tasa de crecimiento en mayor medida que en el caso más pesimista que encierran los planteamientos de los modelos neoclásicos.

Una trascendental consecuencia de este planteamiento en las teorías del crecimiento sería, tal y como apuntó Krugman (1993), que los flujos de capital tenderán a ir en la dirección inversa a la planteada en los modelos neoclásicos, dirigiéndose desde los países más pobres a los más ricos, con lo que la mayor libertad de movimientos de capitales no contribuirá a la convergencia de renta entre las distintas economías sino todo lo contrario, se producirá una creciente divergencia. La razón de este fenómeno hay que buscarla en las economías externas de la acumulación de capital y en sus rendimientos crecientes, porque los países con mayores dotaciones de capital tendrán una ventaja comparativa en sus sectores intensivos en capital, que tienen una alta productividad, con lo que la rentabilidad del capital en los países con mayor abundancia de él será más elevada que en los países con menor acumulación de capital.

Parece lógico que estas conclusiones no hayan sido compartidas por algunos autores. Entre ellos destaca De Mello (1997) que, permaneciendo en el ámbito de los modelos endógenos de crecimiento, revisa el papel de la inversión extranjera directa (IDE) en el crecimiento económico, considerando a ésta como un conjunto de *stocks* de capital, conocimiento y tecnología. De Mello considera que existen varias vías por las que la IDE pude afectar positivamente al crecimiento. Los efectos positivos van a darse si hay

externalidades que permitan que la tasa de rendimiento social sea más elevada que la privada, incluso aunque no se dé el supuesto de rendimientos crecientes del capital. Los canales apuntados por De Mello serían:

1. La IDE es una importante fuente de capital humano y de cambio tecnológico para los países en desarrollo ya que favorece la utilización de tecnologías más avanzadas por parte de las empresas nacionales y proporciona la adquisición de conocimientos, habilidades y destrezas que incrementan la productividad de la mano de obra de dicha economía.
2. La IDE mejora el crecimiento ya que favorece la incorporación de nuevas tecnologías en la función de producción de la economía que las recibe, y no solamente en el ámbito de la empresa o empresas relacionadas con dicha inversión sino en el resto de las empresas a través de sus externalidades. De igual modo, las transferencias de conocimiento y tecnología relacionadas con la producción generada por la IDE conllevan innovaciones de proceso y por tanto, los antiguos productos son elaborados utilizando los nuevos conocimientos transferidos a través de la IDE, de forma que se producen mejoras en términos de productividad y crecimiento. También sucede lo mismo cuando se trata de fórmulas consideradas de cuasi inversión directa como son las licencias, las franquicias, los contratos de gestión, los contratos de *leasing* o las *joint ventures*. A la misma conclusión se llega al analizar el caso de las importaciones de bienes de capital, como maquinaria, bienes de equipo y transporte ya que constituyen un vehículo de cambio tecnológico en el país importador como concluyen Coe y Helpman (1995).
3. La IDE aumenta el grado de competencia en la economía que la recibe, forzando a las empresas más ineficientes a cerrar el negocio y a las más eficientes a invertir en capital físico y humano para avanzar en su capacidad de competir.

En relación con la incidencia de la IDE en el crecimiento, sobre todo en su dimensión complementaria del ahorro y la inversión nacional, había sido ya tratada por otros autores en etapas anteriores entre los que destaca Nurkse (1953), que abundaba en los años cincuenta en la idea de buscar las causas del atraso económico y centraba la explicación en la insuficiencia del ahorro y la inversión internos que, al limitar el crecimiento de la actividad productiva, impedía la generación de recursos necesarios para superar la situación de partida. Este "círculo vicioso" se podía romper con la

aportación de capitales desde el exterior. Éste constituyó en su momento uno de los principales argumentos utilizados por los economistas que propugnaban la necesidad de adoptar medidas aperturistas y liberalizadoras en la economía española en la década de los cincuenta.

No obstante, los efectos positivos de la IDE, sólo serán importantes si el país que la recibe ha superado un mínimo "umbral de desarrollo", según apuntan Blomstrom *et al* (1993) y Borensztein *et al* (1995). Para estos autores, el país que es receptor de la IDE debe tener un nivel de capital humano suficientemente alto y cierto nivel de infraestructuras, tanto desde el punto de vista físico como institucional y jurídico, para poder obtener suficiente rentabilidad. Si esas circunstancias no se dan, los efectos positivos de la IDE apenas se apreciarán. A partir de ahí, surge el problema de la causalidad cuando se plantean análisis de corte empírico sobre la relación entre la IDE y el crecimiento. La experiencia parece indicar que en los países grandes, con un gran número de consumidores, adecuada posición geográfica y un nivel suficiente de capital humano e infraestructuras, el crecimiento precede a la IDE. Sería el caso de Brasil, China, México o Argentina. En otros casos, en los que encontramos mercados pequeños y más abiertos, la IDE juega un importante papel en términos de crecimiento de la producción y de la productividad y suele anteceder al crecimiento a largo plazo. Un ejemplo de esta situación sería Chile.

En cualquier caso, la mayoría de los estudios empíricos realizados muestran una relación positiva entre las entradas de capital, la liberalización de los mercados financieros mundiales y el crecimiento. Parece cierto también que esta afirmación puede ser matizada y de hecho lo ha sido ya por ciertos autores. Williamson y Mahar (1998) han establecido una clara diferencia entre la apertura de las economías a los flujos de capital y el proceso de liberalización financiera, que es un fenómeno mucho más amplio y que exige liberalizar no sólo los controles de capital sino también los tipos de interés, el establecimiento de bancos e instituciones financieras, los procesos de privatización y la liberalización de las prácticas bancarias y de los distintos intermediarios y mercados financieros. Los beneficios de una amplia liberalización financiera son mucho mayores que los de una mera apertura a los flujos de capital, según los autores, ya que permite que los flujos de capital sean menos desestabilizadores.

La experiencia histórica parece confirmar que en los periodos de globalización el crecimiento del PIB per cápita ha sido más elevado que en los periodos de proteccionismo. Al menos así ha sido para los países desarrollados. Sin embargo, la experiencia reciente nos indica que la liberalización y la globalización de los capitales no están exentos de problemas. Las crisis financieras se producen más frecuentemente, las importantes entradas de capital producen a menudo burbujas financieras y las salidas rápidas acarrean crisis y fenómenos de contagio. Incluso muchos países pueden quedar excluidos de dichas entradas de capital porque no han conseguido alcanzar el umbral de desarrollo suficiente.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

1.2. Los sistemas financieros en la financiación empresarial.

1.2.1. Una perspectiva de la financiación empresarial.

El estudio de la función financiera en el ámbito empresarial tiene su origen en los primeros años del siglo XX ya que en aquellos momentos se producen bastantes fusiones y concentraciones de empresas por lo que las nuevas empresas resultantes, necesitadas de recursos, lanzaron al mercado acciones y obligaciones y ello originó tal y como apunta Suárez[1] cierto interés por el estudio de los mercados de capitales y por los problemas financieros de las empresas.

En 1914, Dewing planteó en su obra sobre finanzas los acontecimientos que dieron lugar a esos procesos de fusiones y concentraciones en torno a 1900 y apunta a la falta de una adecuada estructura financiera como causa del fracaso empresarial de algunas de las empresas. De acuerdo con el planteamiento de este profesor, las firmas con muchas deudas en su estructura de capital tenían que enfrentarse a cargas fijas correspondientes a intereses y se colocaban, por tanto, en una desfavorable situación frente a las compañías menos endeudadas. Igualmente, el texto hacía referencia a la política de dividendos seguida por las empresas para expresar que ésta tenía una gran influencia sobre la liquidez de la firma de tal modo que las compañías que repartían demasiados dividendos tenían menos posibilidades de sobrevivir, especialmente si se trataba de

[1] Andrés Suárez Suárez, *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Ediciones Pirámide, Madrid, (18ª edición,1996), pag. 31.

empresas con elevado grado de endeudamiento. En su planteamiento subyace ya la búsqueda de una estructura financiera óptima y la práctica de una política de dividendos adecuada, ambos temas esenciales en el estudio de la financiación empresarial.

En los años veinte surgieron numerosas empresas vinculadas especialmente a las nuevas actividades industriales que se desarrollaron en la década. Con fuertes posibilidades de crecimiento y márgenes elevados, los problemas financieros no afloraron hasta la gran crisis de 1929, que trajo consigo de nuevo la preocupación por la estructura financiera de las empresas y los distintos sectores económicos. La falta de liquidez hizo fracasar numerosos proyectos empresariales. Mientras la demanda de bienes y servicios no se recuperaba, las empresas se enfrentaban a un problema de índole financiera y éste era la necesidad de disponer de recursos financieros suficientes para poder afrontar los pagos y aguantar hasta la superación del problema de demanda. Ante esta situación, las empresas con más deudas eran las peor preparadas y fueron las que quebraron más fácilmente.

En la década de los años treinta, aparecen aportaciones como la de Berle y Means (1933) sobre la separación entre propiedad y control en las organizaciones, o la de Coase (1937) sobre la empresa como un mecanismo organizativo alternativo al mercado, que no tuvieron un impacto importante en el pensamiento económico de su época y, sin embargo, sí tuvieron relevancia en la literatura sobre la empresa posteriormente, en la década de los setenta.

Después de la Segunda Guerra Mundial, las empresas de los países occidentales volvieron a vivir un periodo de dificultades financieras al enfrentarse a la reestructuración de una industria de guerra que había de convertirse en una industria de paz, por lo que apareció de nuevo entre los empresarios y estudiosos la preocupación por la estructura financiera más adecuada para enfrentarse a dicha transición.

Los últimos años de la década de los cincuenta nos muestran un panorama en el que las industrias más maduras ven estrecharse sus márgenes de rentabilidad. Al mismo tiempo, aparecen empresas nuevas en industrias innovadoras con elevados márgenes de rentabilidad como es el caso de la industria electrónica, cuyas acciones se cotizan al alza en los mercados de valores. Así las cosas, surge con fuerza la investigación sobre el

problema de la estructura financiera óptima, junto con el del coste del capital. De igual modo, la disminución de beneficios en la industria tradicional justifica a partir de ese momento la preocupación por la liquidez y no sólo por la rentabilidad, como venía siendo habitual. El análisis del fondo de rotación o estudio de la solvencia a largo plazo de la firma y el análisis del *cash flow* (tesorería) o estudio de la solvencia a corto plazo se convierten en aspectos esenciales del estudio financiero de las empresas. Igualmente, la política de dividendos, muy vinculada al análisis del *cash flow* y de la estructura financiera óptima, adquiere especial relevancia en el análisis financiero de las empresas.

A partir de los años sesenta, el estudio de la financiación se plantea desde un punto de vista analítico, superando anteriores visiones más descriptivas. En esa dirección se encuentra el trabajo de Solomon[2], que considera que la administración financiera debe proporcionar los instrumentos analíticos adecuados para responder a tres cuestiones fundamentales, profundamente ligadas entre sí:

- ¿Cuáles son los activos específicos que debe adquirir una empresa?
- ¿Qué volumen total de activos debe tener una empresa?
- ¿Cómo financiar sus necesidades de capital?

Las tres cuestiones deben solventarse conjuntamente ya que el volumen total de activos dependerá de las posibilidades específicas de inversión y de la disponibilidad de financiación. Las facilidades para conseguir recursos financieros dependerán de la cuantía y características de los proyectos de inversión en los que vayan a ser utilizados.

Hasta la década de los setenta, el enfoque neoclásico de la empresa partiendo de una función de producción que el empresario intenta maximizar, con la restricción de los costes derivados de la utilización de unos factores de producción determinados -alternativamente, minimizando los costes de producción para obtener una cierta cantidad de producto-, y su enfoque de las decisiones de inversión y financiación, constituía el pensamiento dominante. Podemos pensar que, en este contexto, una de las más relevantes aportaciones vino de la mano de Modigliani y Miller (1958), al afirmar que la estructura financiera de una empresa no tiene efectos sobre su coste de capital o sobre el valor de la empresa. Este planteamiento fue reformulado posteriormente por

Stiglitz (1974). Si trasladamos esta tesis al ámbito de la intermediación financiera, podríamos afirmar que el debate sobre si las entidades de crédito son más eficientes en la provisión de fondos para la financiación de las empresas que los mercados de capitales o viceversa, carece de relevancia[3].

De acuerdo con este planteamiento, en el ámbito empresarial se registra una separación clara entre las decisiones de inversión y las decisiones de financiación. Esta independencia es subrayada por un trabajo de Fama (1970) en el que se apunta que las empresas tienen un conjunto de proyectos de inversión que desean acometer y los inversores deciden facilitar financiación a las empresas que ofrecen proyectos de inversión más interesantes, a cambio de participar, bien en su capital, o bien como prestamistas de la empresa que acomete la inversión. El sistema financiero, desde esta óptica, se dedicaría a la mera intermediación financiera, de forma neutral, a través del mecanismo de formación de precios de activos financieros en mercados casi perfectos. Un sistema financiero de estas características permitiría unos flujos de capitales desde el ahorro hacia la inversión al tiempo que el propio mercado podría evaluar los riesgos en los que incurren los inversores, forzando una diversificación de los mismos. Este planteamiento sobre el funcionamiento del sistema financiero respaldaría a aquellos que proclaman la superioridad de los sistemas basados en el mercado de capitales frente a los sistemas basados en la intermediación bancaria.

Frente a esa aparente superioridad de los sistemas basados en los mercados de capitales, hay evidencia empírica más reciente (Porter, 1992) que sugiere que unos sistemas financieros han tenido más éxito que otros al orientar sus recursos financieros hacia la inversión productiva. En concreto, en procesos de reestructuración industrial (Kester, 1991), como consecuencia de crisis en ciertos sectores económicos, el sistema bancario parece ser más eficiente que los mercados de capitales para lograr una asignación rápida de recursos. El estudio de Porter, promovido por el *U.S. Council of Competitiveness*, concluía que una causa del deterioro de la competitividad internacional de las empresas norteamericanas hay que buscarla en un sistema financiero que favorece las consecuencias a corto plazo y no los efectos reales a largo plazo.

[2] Ezra Solomon, The Theory of Financial Management, Columbia University Press, Nueva York, 1963.
[3] Ya Fischer (1930) había planteado la separabilidad entre las decisiones de inversión y financiación de agentes individuales y empresas en mercados perfectos de capitales.

Las aportaciones posteriores a la teoría financiera moderna expresan en algunos casos dudas ante los resultados obtenidos por Modigliani y Miller que afectan esencialmente a la hipótesis de partida ya que en opinión de muchos, los mercados financieros perfectos no se dan en el mundo real. De forma somera y resumida podemos mencionar a continuación algunas razones que justifican dicha imperfección:

1. La existencia de problemas de información asimétrica entre ahorradores, intermediarios financieros y directivos de las empresas. Esta situación impide que los precios reflejen el valor adecuado de los activos financieros y, en ocasiones, ello puede provocar un exceso o una escasez de recursos hacia ciertos proyectos de inversión (Stiglitz y Weiss, 1981).
2. La información asimétrica conlleva problemas de agencia y por ello la relación entre agentes económicos puede resultar compleja gracias a la búsqueda y explotación de oportunidades a costa del otro agente (Williamson, 1975).
3. La combinación de deuda y recursos propios constituye un modo de estructurar el gobierno de las organizaciones (Jensen y Meckling, 1976). Dicha combinación genera un conjunto de incentivos para la conducta de los directivos en la empresa, de modo que la estructura de capital incide en los resultados de la empresa a través de la conducta que tienen los directivos ante la toma de decisiones. Por ello, una determinada combinación de deuda y recursos propios puede mejorar la identificación de los objetivos de los directivos con los objetivos de los accionistas.
4. La actividad de intermediación financiera que desarrollan los bancos cuando prestan dinero a las empresas lleva a las entidades financieras hacia actividades de control y supervisión de las empresas clientes. Si esto es así, el coste de los recursos procedentes de dichas instituciones financieras podría ser inferior al de los recursos procedentes de los mercados de capitales, cuya capacidad de control y supervisión es, en principio, menor.

Parece evidente que las consideraciones sobre propiedad y control de las empresas tienen también un profundo impacto en la eficiencia de un sistema financiero y, en este contexto, cabría afirmar la insuficiencia de explicaciones por las que éste actúa como mero transmisor del precio de los activos financieros, según el sector y el riesgo de la empresa dentro del mismo. Si el sistema financiero desequilibra las relaciones entre inversores, intermediarios y empresas, los resultados serán perniciosos.

Todas estas cuestiones están siendo sometidas a revisión en la década de los noventa y constituyen en la actualidad un campo extraordinariamente fecundo. Asuntos como el gobierno de las empresas *(corporate governance*) o la polémica sobre la eficiencia de las economías con predominio de los mercados sobre aquéllas con mayor protagonismo de los intermediarios bancarios, tienen plena actualidad. Parece interesante apuntar, con la brevedad obligada que impone el no separarse en exceso del núcleo central del objeto de esta Memoria:

1) Los aspectos institucionales de los sistemas financieros se insertan en el marco del papel de las instituciones en el sistema económico y no pueden modificarse con rapidez puesto que ello exigiría la alteración del conjunto de las instituciones. De esta forma, la preferencia de los mercados o de los intermediarios bancarios no son opciones que puedan elegirse a voluntad según un menú disponible, sino que, en cualquier caso, puede orientar la dirección de unas reformas que la prudencia obliga a plantear sin estridencias.
2) Las opiniones al respecto se han modificado radicalmente en la década de los noventa a partir del éxito de unas economías (la de Estados Unidos como caso más claro) y del fracaso de otros países, como Japón o Alemania. Las convicciones actuales son las contrarias de las sostenidas hasta mediados de loa década de los noventa y conviene, por tanto, ser muy prudentes respecto a la permanencia de unas ideas que pueden estar orientadas por una fase determinada del ciclo económico.

Las cautelas sugeridas por estos dos puntos parecen convenientes para situar las discusiones en torno a las modificaciones deseables que se planteen respecto de las instituciones, activos y mercados financieros.

1.2.2. La financiación empresarial y la estructura de la propiedad del capital financiero.

La capacidad competitiva de un país está relacionada con la dotación de recursos, con las estructuras organizativas a través de las que los recursos se combinan para la

producción de bienes y servicios, y con los procesos que determinan su acumulación y mejora en el tiempo.

Dentro del conjunto de recursos que se utilizan para producir bienes y servicios, los recursos financieros ocupan un lugar primordial debido a la importancia de la posición que ocupan sus propietarios en la estructura de contratos reguladores de la producción y el intercambio. Es así porque a los propietarios del capital financiero se les otorga frecuentemente los derechos de decisión en el conjunto de relaciones contractuales que se establecen a su alrededor lo que significa que tienen el derecho a decidir sobre lo que no ha sido predeterminado en los contratos. Por esa razón, autores como Salas (1996) afirman que los propietarios del capital financiero son también los propietarios de las unidades jurídicas, empresas, que se superponen a las relaciones de producción e intercambio.

Cuando los recursos financieros que se aportan a la empresa proceden de un solo propietario, el ejercicio de la propiedad se plantea sin dificultades y, dentro del mismo, puede optarse por asumir las responsabilidades de gestión de los recursos directamente productivos que se han conseguido gracias a la aportación financiera o bien se puede delegar la administración en otra persona, para que ejerza la gestión en nombre del propietario de los recursos financieros.

Si la aportación financiera corresponde a varios proveedores de fondos, en este caso se hace imprescindible establecer unos principios o reglas que determinen sus derechos y obligaciones.

La estructura de propiedad que surge de las relaciones entre los propietarios del capital financiero del que disponen las empresas adquiere en la realidad muy diversas formas. Partiríamos de un único propietario que aporta todo el capital financiero necesario, monopoliza la gestión y asume toda la responsabilidad de la misma y llegaríamos al extremo opuesto, en el que la empresa cuenta con un capital ampliamente repartido entre muchos propietarios, que buscan una relación razonable entre rentabilidad y riesgo, pero se desentienden totalmente de la gestión, delegándola en un administrador profesional al que exigir resultados. Entre estos dos modelos extremos encontramos la estructura más frecuente en la que un número relativamente pequeño de personas físicas

comparte la financiación de la empresa con un número también relativamente pequeño de intermediarios financieros, bancos o cajas, con personas jurídicas a las que están unidos por vínculos comerciales (proveedores) y con entidades públicas que se ocupan fundamentalmente del cobro de deudas tributarias.

Cada estructura requiere de unas reglas reguladoras de la relación entre los propietarios del capital financiero. Así, la estructura de la propiedad más fragmentada que aleja al inversor de la gestión se apoya sobre todo en la liquidez de un mercado que asegura la facilidad de entrada y salida en el mismo o en la condición de propietario, al tiempo que incorpora los mecanismos de control necesarios para disciplinar la actuación de los administradores.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Asimismo, la distinción habitual entre capital y deuda sintetiza el reparto de derechos y obligaciones entre propietarios y acreedores financieros, aunque estos últimos adquieren derechos de los primeros cuando no se cumplen las condiciones por las cuales entraron en la relación.

La estructura de la propiedad tiene severas repercusiones sobre la eficiencia económica tanto individual como colectiva. Cada propietario de recursos, entre los que se encuentran los intermediarios financieros, decidirá participar o no en la actividad colectiva que se le presente en función de las expectativas sobre el valor económico presente y futuro de los recursos que aporta a la misma.

Dada la importancia para el desarrollo económico que tiene la organización de los propietarios del capital financiero entre sí y con el resto de propietarios de recursos en la empresa, resulta de gran interés el marco institucional que rodea las decisiones sobre financiación de la empresa y de las que resultará una determinada estructura de la propiedad y definirá el modelo de financiación dominante en una sociedad.
El modelo de financiación incluye:

a) El conjunto de agentes individuales y colectivos, públicos y privados, que intervienen como oferentes y demandantes de fondos financieros, sus preferencias y posiciones frente al riesgo, y disponibilidades de fondos.

b) El conjunto de instrumentos que pueden utilizarse como soporte contractual de las operaciones de financiación (acciones, deuda bancaria, obligaciones, bonos, leasing, factoring,...).
c) La especialización e importancia relativa que tienen los procesos intermediados y los procesos no intermediados en la canalización de ahorro hacia la inversión o lo que sería lo mismo bancos –intermediarios financieros bancarios- frente a mercado de capitales.
d) Las normas regulatorias que encauzan las decisiones de los agentes privados.
e) Las normas tributarias que influyen en los incentivos a la creación y reparto de riqueza.
f) El grado de protección efectiva que ofrece el sistema judicial al cumplimiento de los contratos y, en particular, su eficacia en la resolución de conflictos entre accionistas y acreedores (procedimientos concursales, quiebras).
g) Exigencias legales de transparencia e información externa.
h) Ayudas y estímulos públicos a la iniciativa privada.

Toda la lista de elementos obliga a plantear una visión de conjunto a partir de las conexiones que pueden establecerse entre ellos y que nos permiten llegar a la configuración de dos grandes modelos de financiación que se han considerado dominantes en las economías desarrolladas, el "modelo bancarizado", que predomina en países como Alemania y Japón y el "modelo de mercado", que predomina en los países anglosajones[4].

El modelo bancarizado otorga un papel importante a los intermediarios financieros en el ejercicio de las funciones de canalización y control del capital financiero, utiliza procedimientos informales e internos para resolver conflictos entre los diferentes propietarios del capital y tiene poca transparencia externa en el ejercicio de la propiedad y sus resultados. Podríamos añadir, siguiendo al profesor Torrero (1989), que el sistema financiero constituye una pieza esencial de la actividad económica y debe ser beligerante en su ordenamiento, de modo que, aparte de la prestación de servicios, su configuración debe orientarse para apoyar a los sectores productivos. A partir de este

[4] Algunos autores han planteado la existencia de algún otro modelo de financiación, como es el caso de Zysman (1983), atendiendo a la importancia de la intervención pública, fundamentalmente, lo que en el caso concreto de este autor le ha llevado a establecer una distinción en el ámbito bancarizado, separando el modelo germánico del modelo japonés.

planteamiento se acepta la conveniencia del estímulo financiero a la actividad empresarial por lo que deben habilitar vías de financiación a largo plazo en el sistema crediticio y se acepta de buen grado la participación de las entidades de depósito como accionistas en las empresas.

El modelo de mercado otorga un papel más activo a los mercados que ponen en relación directa a ahorradores con inversores, favorece las operaciones de toma de control y, en general, la opción de salida como solución a los conflictos entre los propietarios de los recursos, y cuenta con mayor grado de transparencia externa. Asimismo, de acuerdo con la visión de Torrero (1989), el sistema financiero en este modelo desempeña una actividad similar a otras, y el punto de referencia de los agentes económicos debe ser la obtención de la mayor tasa de beneficio puesto que ello garantiza el mejor aprovechamiento de los recursos. El sistema financiero queda relevado así, en el área anglosajona, de cualquier responsabilidad respecto a los sectores reales. No es que la actividad financiera sea una actividad económica más, ya que en todos los países se considera su especificidad y se admite la conveniencia de una regulación diferenciada. Es que en los países anglosajones no se asigna responsabilidad a las instituciones financieras en la evolución de los sectores reales, ya que se entiende que no hay necesidad de estimular desde el sistema financiero la creación y desarrollo de iniciativas empresariales. En el caso de entidades de depósito, se espera que no participen en los sectores reales o en empresas de otras áreas financieras, porque esta participación puede distorsionar la libre asignación de recursos, condicionando el funcionamiento de los mecanismos de mercado, provocando conflictos de intereses o dando lugar a concentraciones excesivas de poder. La separación entre entidades de depósito y empresas del sector real determina un mayor peso de los mercados organizados.

Según Salas (1996), junto a estos dos modelos se incluye también un tercero, dominante en el norte y el sur de Europa, con un importante protagonismo de las familias y el sector público en la propiedad de las empresas.

1.2.3. La dinámica de los sistemas financieros y la financiación de las actividades productivas en la actualidad.

Recientemente varios autores se han cuestionado la evolución de los modelos tradicionales de relación "banca-industria" que se basaban, como ha sido apuntado, en los mercados o en los intermediarios financieros. El propio desarrollo económico, una serie de cambios "estructurales en la financiación de la economía, auspiciados por la innovación tecnológica que han fomentado la ampliación de los mercados, la desregulación y la competencia pueden apuntarse como causas que inducen a la revisión de la vigencia de dichos modelos tradicionales. Estos procesos están permitiendo la convivencia de financiación directa e intermediada para las actividades productivas y favoreciendo la convergencia de los modelos de financiación empresarial hacia nuevas pautas de relación con el sistema financiero, basadas cada vez más en la eficiencia y la competitividad comparadas, y menos en los condicionantes institucionales y regulatorios." (Maroto y Melle, 2000).

Durante los últimos años, tanto los mercados como las instituciones experimentan transformaciones importantes. La casi perfecta movilidad internacional de los capitales ha forzado la globalización e interconexión de los mercados financieros. Han avanzado en la financiación de las grandes empresas, gracias al fenómeno de diversificación internacional de las carteras de los inversores institucionales y al incremento de la cuota de ahorro de las familias dirigida hacia la inversión bursátil. Este ahorro es encauzado de forma progresiva a través de las instituciones de inversión, como fondos de inversión y de pensiones. Este proceso se ha visto favorecido por el recorte de los tipos de interés y los grandes procesos de privatización de empresas públicas a los que estamos asistiendo. Por el lado de las instituciones, hay que constatar que desarrollan su actividad en un marco de integración financiera y de internacionalización de su actividad, lo que ha exigido afrontar procesos de concentración importantes que han aumentado el tamaño de las instituciones bancarias de muchos países. Al mismo tiempo, han surgido nuevas oportunidades en segmentos del mercado que exigían mayor especialización, como la gestión de la propia desintermediación, los productos más representativos de los procesos de innovación financiera o servicios parafinancieros.

En cuanto a la situación de las economías y sectores no financieros, si nos atenemos a lo acontecido en la UE en particular y a la mayoría de los países desarrollados, en general, la característica más destacable sería la estabilización del entorno macroeconómico y la convergencia. La generalización de la competencia entre los principales países desarrollados está motivando la aparición de elementos diferenciales que marcan la relación entre los sistemas financieros y los sistemas reales y que se separan de los planteamientos tradicionales de asignación del ahorro (mercados *vs* intermediarios bancarios). No obstante, algunos factores institucionales, históricos, sociales e idiosincrásicos se mantienen y diferencian aún hoy a cada sistema financiero nacional frente al resto. Asimismo, algunas imperfecciones del mercado siguen perjudicando la financiación de ciertos sectores económicos o ciertas empresas. En la práctica sucede que algunos sectores o empresas continúan manteniendo una fuerte dependencia del crédito y la financiación de las entidades de crédito en general.

La literatura más reciente ha demostrado interés por la evolución de las relaciones entre el sistema financiero y el sector real, por detectar cambios y explicar las variables más representativas del nuevo entorno desde diversos ángulos: sistema financiero en su conjunto, estructura financiera de las empresas o actividad de los intermediarios financieros.

Para algunos (Mayer, 1988, Hellwing, 1991) las ventajas de los bancos frente a los mercados de capitales radican en la financiación a largo plazo de las empresas no financieras, por su mayor vinculación con la gestión de éstas, su especialización en el análisis de riesgos y sus economías de escala. Otros autores defienden la superioridad de la financiación que otorgan los mercados ya que permiten un mejor control que el de los bancos sobre el comportamiento de los gestores empresariales, al plantearse de forma más continuada a través de las cotizaciones y por el elevado número de inversores (Allen, 1993).

Rybczynski (1997) desarrolla un enfoque evolucionista de los sistemas financieros, distinguiendo tres fases generales de desarrollo del sistema financiero. La fase de orientación bancaria sería la primera, después llegaría la fase de orientación de mercado, en la que se pueden distinguir dos subperiodos, de débil y de fuerte orientación de mercado, y por último, los sistemas financieros evolucionarían hacia la fase de

titulización. Dichas fases aparecen relacionadas con la evolución del ejercicio de los derechos de propiedad. Así, la fase de orientación bancaria y el primer subperiodo de la fase de orientación de mercado se corresponden con el capitalismo de propietarios (propietario de las empresas coinciden con los gestores); el segundo subperiodo de la fase de orientación de mercado estría vinculado al capitalismo de gestión (los propietarios delegan la gestión sobre sus activos); por último, la fase de titulización tiene su correspondencia con el capitalismo institucional (los propietarios delegan en instituciones financieras de inversión colectiva la misión de controlar a los gestores). La última fase de ese proceso se corresponde con el auge del desarrollo de la banca de inversión, que sustituye progresivamente a la banca comercial tradicional en el desarrollo de las principales funciones del sistema financiero. Esta visión refleja claramente la evolución seguida por los sistemas financieros considerados más avanzados como es el caso de Estados Unidos y Reino Unido, y coincidiría con una corriente del pensamiento financiero que defiende la superioridad del sistema de mercado frente al bancarizado (Macey (1998); Coffee (1999; 2000). Hay que mencionar que estos argumentos parten del análisis de países avanzados, con sistemas financieros muy desarrollados.

Una visión de la polémica, matizada por el propio Allen y citada en un trabajo reciente de Torrero (1999) permite abordar las ventajas e inconvenientes de cada modelo desde un punto de vista sectorial, en función de las características tecnológicas de los sectores. Habría sectores en los que existe consenso sobre la línea a seguir mientras que en el caso de otros sectores la polémica sobre las directrices a seguir prevalecería sobre el acuerdo. En el primer caso, la intermediación bancaria sería preferible, imponiéndose en actividades más tradicionales en las cuales exista consenso sobre la evolución que deben tener las empresas. En el segundo caso, la actuación del mercado sería decisiva para elegir alternativas, asignar recursos, valorar el comportamiento de la empresa y las decisiones gerenciales, ya que habría un gran número de inversores juzgando lo que hace la empresa. Esto sería recomendable en el caso de las empresas de nuevas tecnologías. Ya que éstas resultan muy significativas en el crecimiento económico actual, el apoyo de los mercados amplios, líquidos y habituados a valorar sería decisivo y justificaría el predominio de los mercados frente a la financiación bancaria en los tiempos actuales, apoyando la configuración del sistema financiero de Estados Unidos como la más adecuada para la realidad económica actual.

Incluso dentro del conjunto de intermediarios, existen estudios comparativos sobre las actuaciones de los distintos tipos de financiación intermediada, algunos de los cuales afirman que los bancos suelen actuar por consideraciones de corto plazo aunque con la posibilidad de renovaciones sucesivas que les permiten renegociar las condiciones contractuales del crédito con sus clientes en función de la coyuntura de cada momento. Sin embargo, los inversores institucionales son más tendentes a planteamientos de largo plazo (colocaciones a tipos fijos y en el largo plazo), más estables, que aportan al prestamista la ventaja de menores costes en la negociación y transacción, exigiendo menos especialización en el análisis de riesgos y, asimismo, para el prestatario mejoran las condiciones para afrontar inversiones a más largo plazo gracias a su superior estabilidad (De Nederlandsche Bank, 1999, citado por Maroto y Melle, 2000).

Desde el punto de vista de la estructura financiera de las empresas, las diferencias detectadas entre países se justifican por los sistemas financieros vigentes en los mismos pero también por la dimensión de las empresas y las peculiaridades de los sectores en los que éstas operan (Rajan y Zingales, 1995). Al mismo tiempo, la diversificación hacia actividades financieras emprendida por algunas grandes empresas las coloca como responsables de la desintermediación financiera, contribuyendo a que la separación tradicional entre bancos y empresas no financieras pierda cierto sentido por los procesos de concentración, la aparición de economías de escala y de gama y la existencia de participaciones cruzadas (Saunders, 1994).

Desde la perspectiva de los intermediarios financieros, éstos pueden tener ventajas como entidades especializadas en el proceso de recogida de información y en la "monitorización" de las empresas que solicitan financiación. Ello les permite, como ya se ha apuntado, disminuir los problemas de selección adversa y riesgo moral en la asignación de recursos por un grupo numeroso de ahorradores (Leland y Pyle, 1977; Diamond, 1984). Esta capacidad de los intermediarios induce a los prestatarios a comportarse de tal modo que coincidan con los objetivos e intereses de los prestamistas últimos (Edwards y Fischer, 1994). Sin embargo, estas ventajas de los intermediarios frente a los mercados tienden a reducirse frente al desarrollo de éstos, con la aparición de instrumentos que permiten una mejor diversificación del riesgo por parte de los ahorradores últimos. Por otro lado, Watson (1999) apuntó algunos inconvenientes de la financiación crediticia cuando, después de episodios de restricción monetaria, el crédito

se reduce en mayor medida que otras alternativas de financiación, aplicándose dicha restricción crediticia especialmente sobre las pequeñas y medianas empresas y no sobre las grandes. Por su parte, Tadesse (2001) concluye que los sistemas de predominio bancario son más convenientes para países en un estado de desarrollo financiero relativamente atrasado (citado por Santillán, 2002).

Maroto y Melle (2000) plantean cómo la evolución reciente de los sistemas financieros desarrollados conduce hacia formas híbridas de relación con los sistemas reales que pueden interpretarse como una convergencia entre las formas tradicionales de relación "banca-industria". Los autores afirman, no obstante, que el crédito bancario sigue teniendo especial relevancia en la financiación de las empresas. El estudio que les permite llegar a estas conclusiones se plantea para la UE, en la que el predominio de la financiación intermediada, concretamente el predominio de la financiación procedente de los intermediarios bancarios, es muy destacada. En Italia y Alemania, la financiación indirecta al sector privado ronda el 95 por ciento del total y de ella, el 85 por ciento es responsabilidad de los bancos. En Francia, la financiación indirecta es menor, el 85 por ciento, pero las entidades bancarias también representan el 85 por ciento de la cifra anterior. El caso de Holanda es distinto porque los intermediarios no bancarios tienen un peso específico importante, entre ellos destacan los fondos de pensiones y de inversión, así como las compañías aseguradoras y, asimismo, el acceso a los mercados de valores es muy exigente con las compañías, lo que provoca que la financiación indirecta sea del 95 por ciento pero los bancos solamente aportan un 73 por ciento. Por el contrario, en un país como el Reino Unido, representante del modelo de "banca-industria" en el que predominan los mercados y su financiación directa al sector privado, éstos canalizan alrededor del 20 por ciento de la financiación. También sería éste el caso de Estados Unidos, con similares porcentajes pero, en ambos países, el peso de la financiación indirecta es también muy importante (80 por ciento en USA y 81 por ciento en UK), aunque con rasgos distintivos en cada caso. En el Reino Unido, los bancos absorben el 92 por ciento de la financiación intermediada, mientras que en USA bancos y "no bancos" son responsables al 50 por ciento de la misma (De Nederlandsche Bank, 1999). En general, parece positivo que se dé un cierto equilibrio entre el desarrollo de la banca y el de los mercados financieros (Davis, 2001).

Santillán (2002, p. 51) afirma que en la discusión sobre los méritos relativos de los sistemas de predominio bancario frente a los sistemas basados en los mercados financieros, "la postura más plausible es probablemente una visión ecléctica, que reconoce las ventajas de ambos tipos de instituciones. Aunque lo cierto es que los mercados se desarrollan en general de forma más tardía que la banca, lo que indica tanto la necesidad de una cierta sofisticación institucional para su maduración como el hecho de que, en las sociedades más desarrolladas, existe una mayor demanda de las funciones específicas en las que los mercados financieros presentan ventajas respecto a la banca, sobre todo en términos de generación de precios de instrumentos financieros en contextos relativamente sofisticados". Ello exigiría el establecimiento de un contexto institucional y legal adecuado para que los agentes implicados pudieran determinar con sus elecciones el modelo que prevalecería en cada caso.

Así, en los países de la UE, a pesar de constatar que el crédito bancario sigue teniendo un peso importante, aparece con mayor presencia la financiación no bancaria de los inversores institucionales (fondos de inversión y de pensiones y compañías de seguros) y del mismo modo, la financiación directa, a través de los mercados financieros es cada vez más notable. Ello motiva cambios en el papel de los bancos y el crédito bancario, forzando a aquellos a aumentar su dimensión para poder competir en mercados globales y financiar a las grandes empresas o bien les estimula a especializarse para dedicarse más al segmento minorista, financiando fundamentalmente PYME. El crédito generará con el tiempo menores rendimientos y exigirá más análisis de riesgos, frente a otras alternativas de financiación como las procedentes de otros intermediarios como inversores institucionales o de los mercados directamente.

La mayor dimensión del sector bancario y el mayor volumen de negociación bursátil pueden perjudicar la financiación de determinados sectores de actividad o a ciertas empresas según su dimensión. Esta posibilidad puede justificarse porque el mayor tamaño de las entidades bancarias y del mercado bursátil favorece la financiación de las grandes empresas, teniendo en cuenta su poder de negociación de las condiciones crediticias y su capacidad de desintermediación. Pero, por el contrario, pueden verse excluidas las necesidades de financiación de bastantes PYME que constituyen el sector empresarial de muchos países.

1.2.4. La internacionalización de los mercados financieros.

En los últimos años, además de un intenso desarrollo financiero, en particular de los mercados financieros, quizás cabría destacar la internacionalización de los mismos como un fenómeno transformador del panorama tradicional. Aún siendo muy someros en el análisis, algunas cuestiones relacionadas con dicho proceso merecen algún comentario. Entre los factores explicativos de la internacionalización de los mercados financieros encontramos tres grupos (Santillán, 2002):

1.- Las políticas públicas, materializadas sobre todo en una tendencia a la liberalización financiera doméstica e internacional.
2.- Las posibilidades abiertas por la tecnología.
3.- Las respuestas de los agentes que operan en los mercados ante los cambios que en éstos se producen.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

El desarrollo de la tecnología es irreversible e imparable y su incidencia futura acentuará probablemente los procesos ya iniciados, sobre todo en términos de avance en la evolución de la concentración institucional y operativa.

Por lo que se refiere a la conducta de los agentes que operan en los mercados, aunque su trayectoria puede presentar aspectos dudosos como actitudes defensivas respecto a intereses estratégicos puntuales de tipo local, parece ser que su comportamiento tenderá también a acentuar el proceso de integración y concentración. La economía industrial prevé la tendencia al aprovechamiento de las economías de escala y de alcance que existen, por lo que el fenómeno sería imparable.

En ese contexto, las políticas públicas constituirían el factor que podría modular el proceso de internacionalización e integración de la actividad en los mercados financieros. A propósito de ello, la discusión está servida y el planteamiento de la cuestión sería doble. Por un lado, tratando los efectos generales de la apertura al exterior de los sistemas financieros en general, y de los mercados financieros, en particular. Por otro, la posibilidad que se plantea a los mercados locales de encontrar una vía para su propio desarrollo o supervivencia.

En el primer caso, en los países avanzados y con sistemas financieros suficientemente desarrollados, que afrontaron procesos de liberalización en los últimos treinta años, a pesar de algunas vacilaciones y problemas, caminaron con razonable éxito en la senda liberalizadora.

La segunda cuestión es probablemente más controvertida y la evidencia empírica es todavía poco contrastable. A este respecto, no hay respuestas generalizables y sería necesario un análisis detallado de cada caso. Se podrían plantear cuestiones como el "estado de equilibrio" deseable y la cadencia necesaria para alcanzarlo. Cabría preguntarse por el papel que desempeñan los mercados financieros locales desde el punto de vista del propio sistema productivo y tratar de responder a la cuestión de la posible realización de las funciones de cada mercado desde un lugar remoto sin perder eficacia. Guiso *et al* (2002) apuntan que, incluso en un entorno de integración financiera y sin limitaciones a los movimientos de capital, el desarrollo financiero local favorece la competencia empresarial y un mayor crecimiento, especialmente por las posibilidades que ofrecen los mercados financieros locales a las empresas de menor dimensión, ya que para las grandes empresas la cuestión es bastante menos relevante.

Otro aspecto sería la incidencia potencial del desarrollo de los mercados financieros locales sobre la estabilidad financiera o sobre el desempeño de las funciones que realizan los mercados internacionales con relación al comportamiento macroeconómico de los países, cada vez más esencial con la liberalización de los movimientos de capital y el progresivo aumento de los mismos. Ello nos podría llevar a pensar en las ventajas del desarrollo de mercados financieros locales sólidos y eficientes, con el apoyo institucional adecuado.

La cuestión preocupa a los principales organismos financieros internacionales ya que la adecuada conformación de sistemas financieros locales reduce las posibilidades de contagio de crisis financieras[5], atenuando sus consecuencias potenciales si éstas se producen. Asimismo, el desarrollo y solidez de un sistema financiero pueden determinar la magnitud de una crisis e influir en la probabilidad de transmisión de la misma.

[5] Guitián y Varela (2000) señalan que en la crisis mexicana de 1994 o en la crisis tailandesa de 1997, las debilidades estructurales de los sistemas financieros locales tuvieron especial incidencia en la magnitud de las crisis, así como en la dinámica y trascendencia de su contagio a otros países.

1.2.4.1. Bolsas de valores e internacionalización financiera.

Asistimos, en la actualidad, a un proceso por el cual las bolsas de valores adquieren una importancia económica mayor que en cualquier otro periodo, más allá de lo que supuso en la década de los años veinte, tan ampliamente considerada en la literatura económica en relación con la influencia del fenómeno bursátil.

La importancia económica de las bolsas se manifiesta en distintos ámbitos. La actividad de los mercados bursátiles, las elevadas valoraciones consecuencia del auge reciente de las cotizaciones y un entorno de tipos de interés bajos han tenido consecuencias sobre diversos agentes y aspectos económicos (Torrero, 1999):

1) Las decisiones de gasto y ahorro de las familias, muy vinculadas en la actualidad al efecto riqueza.
2) Las decisiones de las empresas, debido a su influencia sobre la valoración financiera de los activos empresariales. De igual modo, la consideración de las circunstancias favorables que favorecen la oportunidad de plantear nuevas emisiones en mejores condiciones que en otro momento.
3) La situación de las instituciones del sistema bancario ya que sus carteras se han revalorizado en los países que permiten la participación accionarial y al mismo tiempo, han visto mejorar las garantías de su cartera crediticia.
4) La política de privatizaciones y la oportunidad de sanear la situación del sector público.
5) Las cuentas exteriores de los países, debido a la importancia adquirida por las transacciones bursátiles en la cuenta de capital de las balanzas de pagos.
6) La confianza que subyace en las decisiones económicas de los distintos agentes.

Estos efectos de la actividad bursátil y de la valoración de los títulos diferirán en función de la estructura del sistema financiero al que afecten y de su grado de desarrollo económico.

Esta situación no va a afectar de igual modo a países como España o Estados Unidos, por ejemplo. De hecho, en los países que, como España, se caracterizan por un elevado peso de la financiación intermediada y predominio de la banca universal, la

revalorización de activos y la mejor garantía de los créditos está teniendo fuertes repercusiones en la actividad financiera. También las consecuencias son relevantes para otros países como Estados Unidos, con predominio de los mercados en los cuales la valoración de los activos cotizados tiene gran trascendencia en la conformación del consumo y en las decisiones de inversión empresarial ligadas a la coyuntura bursátil.

Sin embargo, las posibilidades que la coyuntura reciente ha ofrecido al sector público para privatizar empresas públicas en mejores condiciones que antaño no son idénticas en todos los países ya que no todos disponen de empresas públicas susceptibles de venta en el mercado, contribuyendo al hacerlo al saneamiento del sector público. Además esta posibilidad al alcance de algunos no es recurrente, ya que los activos susceptibles de ser vendidos se agotan y, posiblemente habrá que seguir contemplando desde otra óptica las alternativas que ofrece la financiación internacional.

Asimismo, los efectos sobre la cuenta de capital de la Balanza de Pagos, son determinantes en países con fuerte dependencia del exterior para afrontar la financiación del crecimiento económico. El caso de Latinoamérica es un ejemplo al respecto, ya que la entrada de capital exterior ha estimulado el crecimiento económico pero, al tiempo, ha engendrado mayor vulnerabilidad que se ha manifestado en los recientes episodios de inestabilidad financiera.

En cualquier caso, puede hablarse de una generalización de los efectos bursátiles sobre la actividad económica. Llama la atención el diseño de las carteras institucionales, cada vez más internacional, que encuentran en países en desarrollo títulos susceptibles de ser seleccionados.

El profesor Torrero (1999) apunta al respecto que no estamos en los ámbitos más familiares de la inversión directa, de la financiación mediante préstamos bancarios privados, o de la provisión de recursos condicionada por el FMI, aunque todas estas fórmulas continúen siendo importantes. Pretende destacar que en los últimos años ha aumentado con gran pujanza la "inversión profesional de cartera", la cual implica cambios muy notables respecto a los esquemas anteriores.

Asistimos a una realidad en la que se detecta un protagonismo creciente de las bolsas como institución clave en la internacionalización, y la actuación de los inversores institucionales como agentes más destacados del proceso.

Uno de los aspectos que han impulsado la internacionalización de las carteras institucionales es la reducción de riesgo asumido mediante la diversificación. Los mercados en los países emergentes son más volátiles pero ello no implica que se incremente el riesgo de la cartera, ya que si no existe una elevada correlación entre la evolución de los mercados en los países desarrollados y los países en desarrollo, la inversión en éstos reduce el riesgo, con lo que la cuestión esencial sería dilucidar cuál es la correlación que pueda haber entre los distintos mercados. Otro de los aspectos a destacar sería la importancia del efecto imitación que hace que los gestores de carteras teman quedar descolgados de la tendencia general y ello fomenta el mimetismo en los comportamientos.

Por otra parte, parece que la inestabilidad financiera internacional y la frecuencia de las crisis se ha agudizado en la década de los noventa, pero también parece vislumbrarse que las recuperaciones son más rápidas que en etapas anteriores. Una posible explicación a este proceso puede encontrarse en Torrero (1999), asociándolo a los cambios producidos en los canales de financiación, puesto que la liquidez de las acciones promueve reacciones rápidas que afecten de forma determinante a los flujos. Dichas reacciones se producen cuando aparecen síntomas negativos pero, al tiempo, se producen en sentido contrario cuando los gestores institucionales entienden que la situación puede haber tocado fondo y es el momento de aprovechar un nivel bajo de precios, pudiendo afirmarse que el corto plazo ha sido trasladado a la esfera internacional. Asimismo, una explicación adicional estaría vinculada con la aparición de incentivos a la adopción de posiciones de riesgo sin que los inversores asuman del todo las consecuencias de sus decisiones (*moral hazard*), habida cuenta de la posibilidad cierta de intervenciones estabilizadoras por parte de Estados Unidos o del FMI.

En el caso español, la fortaleza del mercado bursátil suscitó interés entre los agentes. El aumento de la riqueza mobiliaria impulsada por la rebaja de los tipos de interés y los resultados empresariales ha incidido notablemente en el consumo. La elevada valoración bursátil ha dado solidez a las garantías y confianza al sistema bancario. La

internacionalización de las empresas españolas con mayor capitalización no podría haberse afrontado del modo y magnitud con que se ha planteado, de no contar con el respaldo de las altas valoraciones de las acciones. Basta con observar, a modo de ejemplo, los casos de dos de las empresas turísticas que analizaremos a continuación, para comprender la trascendencia e importancia que el fenómeno bursátil ha tenido y tiene en la modulación de la expansión internacional de las empresas españolas, al menos en algunos sectores como el que nos ocupa. No deberíamos olvidar que en el caso español también, unas cotizaciones a la baja, por reflejo de otros mercados muy influyentes en el español o por circunstancias propias, afectaría indudablemente a nuestro ritmo de crecimiento económico debido a la importancia económica de nuestra Bolsa. Así parece constatarse en los últimos meses.

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

1.2.4.2. Nuevas finanzas.

El desarrollo de nuevas tecnologías propio de la nueva economía también está teniendo su eco en el sector turístico. En particular, el sector hotelero se está beneficiando de nuevos instrumentos para su avance y crecimiento. Nuevas fórmulas de comunicación entre los establecimientos, innovaciones en la organización y gestión de los mismos, novedades en los sistemas de reservas,.... El sistema financiero debe estar en sintonía con esa realidad, demostrando su capacidad de adaptar sus usos y procedimientos, así como su estructura institucional a la nueva situación.

En ese marco innovador, al que el sector hotelero no es ajeno, se ha producido la transformación de las actuaciones de las instituciones y mercados tradicionales, e incluso hemos asistido a la incorporación nuevos agentes y mercados específicamente orientados a la financiación de proyectos que incorporan factores de riesgo distintos.

Los sistemas financieros en los que los mercados de capitales ocupan una destacada posición en la canalización del ahorro hacia la inversión, son los que mejor se adecuan a esa dinámica de destrucción creativa, ya que son capaces de agilizar los procesos de trasvase de recursos a nuevas empresas, a costa de las tradicionales. Favorecen así procesos de transformación de empresas a través de fusiones, adquisiciones o cambios

organizativos que les permitan adaptarse a un entorno más competitivo y cambiante (Ontiveros, 2001).

En las dos últimas décadas del siglo XX parece confirmarse la existencia de un marco financiero renovado en el que se intensifican los procesos de innovación financiera, mientras las funciones tradicionales de los principales intermediarios, los bancos, se ven mermadas. Los procesos de liberalización financiera, vividos con distinta intensidad en los diferentes países industrializados, conducen a un mayor protagonismo de los mercados de capitales frente al papel de la intermediación financiera. Tal y como avanzan los procesos de desintermediación financiera, las exigencias de transparencia de las empresas se incrementan, la propiedad de las mismas de dispersa y los cambios en su control corporativo se intensifican.

El proceso de cambio en la configuración de los sistemas financieros es más acusado en los países anglosajones, cuyo exponente fundamental es Estados Unidos. Bien es cierto que partía de una posición favorable a dicha evolución, al tratarse de una economía en la que los mercados de capitales priman sobre los bancos. Lo cierto es que mientras que en la década de los setenta de la pasada centuria, en torno a un 75% de la financiación de las empresas estadounidenses procedía de los bancos a través de préstamos, la realidad de principios del siglo XXI nos presenta un panorama diferente: menos del 50% de la financiación empresarial procede de bancos, habiendo pasado a ser los mercados de capitales los protagonistas de la canalización de recursos financieros a las empresas, destacando entre ellos los que se orientan a los fondos de capital riesgo (Ontiveros, 2001).

El panorama es diferente en los países pertenecientes al modelo llamado bancarizado, entre los que se encuentran los de Europa continental. Así, sigue siendo la financiación a través del crédito bancario la principal fuente de recursos externos de las empresas no financieras, según información proporcionada por el Banco Central Europeo en 2001.

No obstante, se ha producido también un cambio en la organización y en los servicios prestados por los intermediarios financieros y la irrupción de la nueva economía también permite entender mejor ese fenómeno ya que las tecnologías de la información

y de las comunicaciones han irrumpido con fuerza en el sector bancario, realidad de la que también participan los mercados financieros.

1.2.4.2.1. El nuevo marco de progresiva desintermediación.

La actividad bancaria lleva tiempo sometida a la progresiva asimilación de innovaciones tecnológicas. Como afirma Ontiveros (2001): "Hace tiempo que la afirmación de que las grandes empresas ya no necesitan a los bancos ha dejado de ser una provocación, es un hecho que se extiende hacia clientes de menor tamaño. En realidad, el acceso a los mercados financieros de algunas empresas tiene lugar en mejores condiciones de precio que el que pueden conseguir de muchas entidades bancarias".

Una buena parte de los productos financieros actuales debe ser entendida como una consecuencia de la desintermediación[6] pero, incluso así, las empresas van a necesitar de las entidades bancarias para diseñar sus emisiones de deuda y colocarlas en el mercado porque en el futuro lo que antes era un todo indivisible en el modelo de intervención bancaria tradicional, tenderá a convertirse en un conjunto de actividades independientes (Vasallo, 2001).

La banca tradicional se ha asentado en el contacto físico con los clientes. Internet proporciona otra dimensión a la relación del intermediario financiero con sus clientes. La generalización de la utilización de la red, el acceso cada vez más sencillo a herramientas electrónicas para las finanzas personales, aumentan las posibilidades de captar clientes al tiempo que se ven mermadas las posibilidades de la banca cuya operativa es más tradicional. El cliente tiene mayores opciones, actúa ya en un mercado cada vez más alejado de la idea de mercado de búsqueda directa ya que tienden a desaparecer las asimetrías en la información que favorecían al oferente, provocando en numerosas ocasiones la aceptación por parte del cliente de la oferta conjunta de la entidad. El usuario del servicio bancario pasa a valorar las ventajas o desventajas de cada producto ofertado por cada oferente. El acceso de nuevos oferentes es más

[6] Ballarín (1997), citado por Vasallo (2001), se refiere a las amenazas que para los intermediarios financieros internacionales tiene el proceso de desintermediación, sobre todo en la medida en que afecta a demandantes de fondos como las empresas.

sencillo, algunos sólo operando en la red, conformándose una nueva clase de intermediario financiero que en ocasiones desarrolla otro tipo de negocio no financiero en la misma red.

Ante ello, los bancos tradicionales tienden a alterar sus pautas de comportamiento desarrollando servicios *on line* intensamente, bajo la premisa de evitar en lo posible la llegada de nuevos competidores. También las alianzas con empresas virtuales explicarían la preocupación de los bancos tradicionales por generalizar sus servicios financieros. La red de oficinas ha dejado de ser una barrera de entrada al mercado eficaz y nuevas formas de comunicación con los clientes emergen. El dinamismo de la transición que se avecina no es coincidente en todos los países, al frente de los que se sitúa Estados Unidos. La captación de los clientes tradicionales parece ser una de las claves del ritmo que se imponga al proceso, de ahí la actitud claramente activa de los bancos tradicionales.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

1.2.4.2.2. Las transformaciones en los mercados financieros.

También el funcionamiento de los mercados financieros se ha visto alterado por la irrupción de las nuevas tecnologías. La imagen tradicional de la contratación de valores mobiliarios en el parquet, con lo que ello representa de bullicio y colorido por la masiva presencia de representantes de compradores y vendedores dando órdenes ya no se corresponde con una realidad en la que predominan claramente los mecanismos electrónicos de contratación, alcanzando con Internet cotas de virtualización importantes, lo que ha favorecido la conexión entre los inversores y el mercado y asimismo entre los diferentes mercados, acelerando los procesos de integración y globalización. Los brokers ven debilitarse su contacto directo con los clientes gracias al generalizado uso que los mismos hacen de internet. Este proceso favorece la competencia y la reducción de los costes transaccionales así como la aparición de nuevos servicios. Esta realidad afecta especialmente a los mercados anglosajones pero los mercados de los sistemas bancarizados no son ajenos a la misma, fundamentalmente en la actividad de las entidades con mayor operativa minorista.

Por su parte, los mercados de divisas llevan a cabo sus transacciones electrónicamente desde hace años, estrechándose cada vez más los márgenes de los operadores y abriéndose paulatinamente la posibilidad de acceso a nuevos operadores, más allá de los tradicionales. Asimismo, las transacciones *on line* también están invadiendo los mercados de bonos tradicionales, ofreciéndose muchas emisiones directamente en Internet, en línea con lo planteado para otros mercados. Las ventajas de un progresivo acercamiento a un mercado más perfecto (más transparente, amplio, profundo, flexible y líquido) parecen evidentes. Hay que considerar que el mercado de bonos es una alternativa cada vez más destacada entre las modalidades de financiación de las empresas privadas, con independencia de su tamaño y características sectoriales. La aspiración es la creación de mercados centrales de bonos más estandarizados y que acerquen a emisores e inversores, más allá de la dispersión y heterogeneidad actual. La reducción de las emisiones públicas de deuda en los principales países industrializados contribuye sin duda a la materialización de esa posibilidad (Ontiveros, 2001).

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

1.2.5. Financiación y dimensión de la empresa. El problema de la financiación de las PYME.

La problemática de la financiación de la PYME y las inquietudes que dicha financiación despierta nos lleva a plantearnos que el sistema financiero dominante en una sociedad debe poder atender unas necesidades financieras peculiares en función del tamaño o dimensión de la empresa.

En la medida en que se promueven iniciativas de ayuda y apoyo a las empresas de menor dimensión, parece suponerse que una dimensión reducida lleva aparejados mayores costes o menores beneficios potenciales para los agentes que proporcionan recursos financieros frente a lo que sucedería si se tratase de una dimensión mayor.

Diversos estudios, tanto en el ámbito nacional como en el comunitario, han puesto de manifiesto cierta tendencia al aumento del peso de los establecimientos pequeños y medianos en la estructura productiva a partir de los años setenta, lo que contrasta vivamente con la reducción en la participación en el empleo de los establecimientos más pequeños que aconteció en períodos anteriores (Storey y Johnson, 1987; Loveman y

Sengenberger, 1991; Fariñas *et al*, 1992). Esta tendencia ha sido explicada atendiendo fundamentalmente a dos tipos de factores; por una parte, el mayor dinamismo y flexibilidad de las PYME frente a las grandes empresas, y, por otra, al proceso de descentralización y deslocalización productiva que está teniendo lugar en muchos de los países industrializados[7] sin excluir a España (Fariñas *et al*, 1992).

Analizando el proceso por el cual los fracasos empresariales pueden conducir a la desaparición de PYME en la UE, se observa que los problemas financieros (Cuadro 1.1) son la principal causa de fracaso y éste suele producirse dentro de los tres primeros años de existencia de la empresa. La Comisión Europea asegura que "solo un 80 por 100 aproximadamente de las nuevas empresas subsisten al cabo de un año, solo un 65 por 100 sigue en actividad a los tres años y solo un 50 por 100 a los cinco años" (Comisión Europea, 1997). Esta realidad exige una reflexión acerca de los problemas específicos dentro del ámbito de la financiación a los que se enfrentan las PYME y los mecanismos aptos para ofrecer soluciones financieras a las empresas de menor tamaño.

La pérdida de protagonismo de las grandes empresas industriales en favor de las PYME tiene una gran trascendencia desde la óptica financiera al suponer una alteración en la estructura de financiación de las empresas en general, ya que las PYME, debido a sus especiales características, utilizan canales de financiación distintos a los de las grandes empresas.

Aunque las PYME manufactureras españolas, a diferencia de las de otros países europeos, muestran unos niveles de capitalización (Equity/Financial Resources Ratio) similares a los de las grandes empresas, las PYME españolas han recurrido fundamentalmente a la financiación bancaria, acudiendo apenas a otras vías alternativas.
Este tipo de financiación a menudo ha adolecido de una falta de adecuación a las características específicas de las pequeñas empresas. Las causas de ello, pueden encontrarse en la reluctancia de las instituciones crediticias españolas a proveer de

[7] Esta tendencia a una mayor concentración de la producción en los establecimientos de menor dimensión ya fue apuntada en 1968 por Stigler.

fondos a largo plazo a la industria; así como en su aversión a financiar empresas de reducida dimensión cuando han existido alternativas de menor riesgo[8].

Cuadro 1.1.

Experiencias de fracasos en PYME de la UE

Causas de fracasos	Orden de importancia
Problemas financieros	1
Demanda insuficiente	2
Fuerte competencia	3
Problemas organizativos y de gestión	4
Falta de capacidad empresarial	5
Racionamiento del crédito	6
Problemas de carácter personal	7
Problemas técnicos, lagunas de formación y de capacidad técnica	8
Producto inadecuado	9
Presión fiscal	10
Problemas relacionados con los mercados	11
Problemas estratégicos	12
Retrasos de pagos/morosidad	13
Problemas locacionales	14
Coste de crédito	15
Burocracia	16
Costes sociales	17

Fuente: Price Waterhouse (1995)

El sistema bancario ha tendido a desarrollar prácticas que le cubrieran del riesgo de insolvencia de sus clientes no prestando a largo plazo o, en su defecto, exigiendo a sus prestatarios garantías, con frecuencia de naturaleza hipotecaria, hasta asegurarse el

[8] La variabilidad de la rentabilidad empresarial es mayor en el caso de las pequeñas empresas tanto desde el punto de vista temporal como intraclase (Ocaña, Salas y Vallés, 1993).

carácter prácticamente autoliquidable de sus operaciones. Ambos aspectos —la preferencia por el corto plazo y el problema de las garantías— inciden de una forma mucho más dramática en el caso de las empresas pequeñas.

Las dificultades de las pequeñas empresas para financiarse se ven agravadas por el hecho de que aún en el caso de que estén dispuestas a asumir un mayor coste de la financiación que las empresas grandes y dispongan de las suficientes garantías, las entidades bancarias solamente suelen ofrecer financiación hasta ciertos niveles de tipo de interés, por encima de los cuales su oferta se hace nula. A partir de determinados niveles de riesgo, los bancos suelen considerar que ningún tipo de interés les compensa, ni siquiera cuando el préstamo está cubierto por abundantes garantías (no tanto porque en el momento de ser ejecutadas puedan haber disminuido, sino sobre todo por el alto coste —tanto económico como de imagen— que puede suponer el resarcimiento de los impagados).

Por otra parte, los nuevos instrumentos financieros surgidos en España recientemente, fruto del intenso proceso de innovación tales como el capital riesgo, la garantía recíproca, los préstamos participativos o la titulización, tampoco han estado al alcance de este tipo de empresas de una forma generalizada.

Según apunta Salas (1996) son varios los factores estructurales que afectan de forma desigual a los beneficios y costes de los proveedores de fondos financieros según la dimensión de la empresa:

1) Las empresas de reciente creación son generalmente de tamaño reducido. Esto significa que dentro del colectivo de empresas de reducida dimensión va a haber un grupo de empresas jóvenes que se deben enfrentar a un problema de captación de recursos financieros para completar los propios con la desventaja de la falta de reputación consecuencia de su escasa experiencia en el negocio. Si a estas circunstancias se suman las de elevado riesgo tecnológico si el producto es nuevo o riesgo comercial si se abre un nuevo mercado, la incertidumbre que rodea al proveedor de fondos es importante por lo que cabe esperar la petición de

contrapartidas exigentes en cuanto a retribución y control de las actividades de la empresa.

2) La relación inversa entre riesgo y dimensión, constatada empíricamente. La empresa de menor dimensión hace soportar a los propietarios de los recursos un mayor riesgo que el que deben afrontar cuando la aportación se realiza a empresas de mayor tamaño. El mayor riesgo dará lugar a mayores costes financieros pues se debe cubrir la prima por riesgo diferencial
3) La estrecha relación entre la empresa y el empresario conduce a éste a unas preferencias por el control del destino de la empresa. Para explicar las decisiones sobre inversión y financiación de la empresa se requiere la incorporación de las preferencias por el control en la función de utilidad del empresario. La demanda de fondos externos consecuencia de esas decisiones va a ser diferente si se tienen en consideración o no tales preferencias. Cuando la empresa adquiere una gran dimensión, la necesidad de desconcentrar riesgos conduce a la renuncia al control de la gestión. Las preferencias por el control frenarán el crecimiento, dirigirán la demanda de fondos financieros hacia el entorno familiar y alterarán la lógica del mercado[9].
4) La presencia de economías de escala en la generación y el uso de la información y en el establecimiento de garantías. La indivisibilidad en la inversión que se requiere para producir la información y el carácter de bien público que tiene al permitir una utilización reiterada de la misma permiten afirmar que la generación de la información está sujeta a economías de escala. Cualquier empresa deberá enfrentarse a una inversión mínima, prácticamente independiente del volumen de actividad que desarrolla dicha empresa si desea afrontar un proceso de información que le permita descubrir oportunidades de mercado, análisis de demanda, procesos de fabricación o disponibilidad de instrumentos financieros. Algo similar ocurre cuando se trata de exigir garantías a una empresa ya que los requisitos de transparencia y aval vienen a ser los mismos con independencia del tamaño de las empresas y no suelen permitir el abaratamiento del coste de satisfacer tales requisitos a las empresas más pequeñas.

[9] En Galve y Salas (1994) se documenta la elevada concentración accionarial entre las empresas españolas, incluidas las de mayor dimensión.

En definitiva, el sistema financiero dominante en una sociedad contribuirá a facilitar la creación y el desarrollo de la PYME si en su conformación y funcionamiento aborda de forma adecuada los factores estructurales mencionados. De entre las posibles respuestas para atender la financiación de las empresas de menor dimensión teniendo en consideración los factores expuestos, Salas plantea la siguiente síntesis que puede resultar clarificadora a los efectos del trabajo que nos ocupa, ofreciéndonos pistas en relación con lo que al respecto se ha hecho, o todavía queda por hacer, en España para afrontar las necesidades de financiación de la PYME.

Cuadro 1.2.

Síntesis de factores estructurales e iniciativas para neutralizarlos

Factores estructurales de la PYME	Propuestas de acción e instituciones	Observaciones
Falta de reputación y aprendizaje en las empresas nuevas; riesgo moral	Sociedades de capital riesgo y segundo mercado. Fiscalidad de plusvalías con inversiones de alto riesgo.	Sociedades comprometidas en la tutela de la nueva empresa. El segundo mercado debe proporcionar liquidez y facilitar la salida.
Riesgo diferencial de la PYME	Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) y refinanciamiento. Subvención costes financieros p. ej., reduciendo la fiscalidad efectiva de las operaciones de leasing.	Prestar atención a los problemas de riesgo moral que se crean con la SGR y refinanciamiento. Implicar a los socios de las SGR en el control y tutela mutua.
Preferencia por el control	Fomentar acuerdos de cooperación y alianzas entre empresas. Subvención de iniciativas de encuentros empresariales. Instrumentos financieros como las acciones sin voto o de voto cualificado.	Procurar que la propiedad y el control no interfieran en la asignación de directivos profesionales en puestos de responsabilidad.
Economías de escala en producción y uso de la información y garantías	Simplificaciones administrativas. Ventanillas únicas. Oficina central de información. Formación técnica y profesional.	Equilibrio entre transparencia social de la empresa y sus actividades y el coste de atender los requisitos formales de información y garantía.

Fuente: Salas (1996).

En el Cuadro 1.2, a cada factor estructural se asocian distintas iniciativas para aliviar su influencia negativa en la financiación de la PYME. La tercera columna, por su parte, aporta la consideración de algunos efectos que deben ser considerados al definir las instituciones propuestas y garantizar su eficacia.

1.2.5.1. Instrumentos de apoyo a la financiación de la PYME en España.

A continuación se han seleccionado algunas modalidades financieras de apoyo a las PYME que pueden llegar a tener especial trascendencia en el caso español, tanto por la vía del fortalecimiento de los recursos propios como por la reducción de los efectos de la información asimétrica, de destacado interés para el estudio que nos ocupa.

1.2.5.1.1. Capital riesgo o capital inversión.

Por el lado de la financiación a través de recursos propios, el capital riesgo o capital inversión (*Private Equity*) aparece como una figura de especial relevancia. Frente a la financiación crediticia tradicional en España, el crecimiento del mercado bursátil y la expansión de fórmulas financieras como la del capital riesgo parecen apuntar algunos cambios en las fuentes de financiación de la empresa española.

El capital riesgo difiere de la financiación a través de préstamos en que el inversor participa conjuntamente con el empresario en el riesgo de la empresa. Cuando un inversor de capital riesgo decide respaldar una empresa adquiere generalmente una participación minoritaria y temporal en la misma, con el fin de obtener una rentabilidad a través de la venta futura de su participación. En un sentido amplio, capital inversión englobaría todo el espectro de operaciones de inversión en capital mediante un proceso de negociación, a diferencia de la inversión en capital a través de un mercado de valores.

Esta actividad financiera canaliza capitales hacia empresas generalmente innovadoras, conformando a la entidad de capital riesgo como el intermediario que pone en contacto al inversor con la empresa y cuya misión es la promoción de empresas no financieras

que no cotizan en el primer mercado bursátil. Para favorecer su desarrollo y posibilidades de dinamización de las empresas, la legislación de 1999 (Ley 1/1999, de 5 de enero y disposiciones adicionales) amplió las fórmulas de actuación de las entidades de capital riesgo permitiéndoles la concesión de préstamos participativos y otras formas de financiación, así como la realización de actividades de asesoramiento. La recientemente aprobada Ley Financiera de 2002 (Ley 44/2002, de 22 de noviembre) persigue en su Capítulo III mejorar las condiciones de financiación de las PYME y reforma la Ley de 1999, introduciendo algunas modificaciones:

- Facilitar que las entidades de capital riesgo mantengan en su activo acciones de empresas que no cotizaban en el momento de su adquisición y que posteriormente han pasado a negociarse en alguna Bolsa.
- Permitir que las entidades de capital riesgo inviertan en empresas de su grupo, si cumplen requisitos de transparencia.
- Agilizar la operativa de estas entidades al permitir realizar aportaciones en especie a su capital con posterioridad a su constitución.
- Asegurar que las operaciones societarias de una sociedad de capital riesgo o que den lugar a una, queden sujetas al debido control.

La actividad de una entidad de capital riesgo en una PYME puede afectar a distintas etapas en la misma, por ejemplo *seed financing* (capital semilla o participación en empresas en proceso de creación), *start-up financing* (la empresa ya ha comenzado sus actividades y la financiación se destina al inicio de la fabricación de su producto/ prestación de servicio y a las tareas de lanzamiento del mismo), *expansion financing* (capital desarrollo para empresas ya existentes con necesidades financieras que posibiliten el acceso a nuevos productos y/o mercados o permitan la expansión en los mercados en que ya opera), reorientación o financiación que posibilite un cambio de orientación en las actividades de la empresa, o *buy-out financing*. Un *buyout* suele ser la adquisición de una participación significativa, minoritaria o de control, en una compañía madura con una posición en el mercado y un plan de negocio estables. En función del objeto de la operación, con frecuencia son clasificadas como:

- LBO: Compra del capital de la compañía con un significativo apalancamiento. Una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos

ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo o *mezanine financing*).

- MBO/MBI: Compra del capital de la compañía con o sin un significativo apalancamiento, pero contando con el equipo de gestión, existente o nuevo, entre los inversores. Las adquisiciones protagonizadas por los propios directivos de la empresa se denominan MBO; las que tienen como protagonistas a directivos de otra empresa similar se llaman MBI.
- *Build-up*: Toma de una participación minoritaria o mayoritaria en una compañía con el objetivo de pilotar desde ella y financiar un proceso de consolidación sectorial mediante adquisiciones de otras compañías.
- *Turnaround*: Toma de una participación minoritaria o mayoritaria en una compañía en pérdidas con el objetivo de restaurar la rentabilidad.

Así, el capital riesgo permite a los emprendedores crear una compañía sin tener que pedir prestado y pagar elevados intereses antes de generar ingresos. Lo acontecido recientemente en países como Estados Unidos parece indicar que gente con ideas brillantes no necesitaba acudir a un gestor bancario con aversión al riesgo, o luchar contra la burocracia de una firma establecida que puede resultar hostil a la innovación, gracias al capital riesgo. Aunque haremos referencia a la situación del capital riesgo (*venture capital*) en los Estados Unidos, parece oportuno llamar la atención sobre la trascendencia del fenómeno que ha dado lugar a una amplísima literatura. En el trabajo de Gompers y Lerner (2001) estos dos autores, seguramente los que han investigado con mayor profundidad el tema del capital riesgo, revisan la revolución que ha tenido lugar.

En este sentido, en el semanario económico *The Economist* (2000) se afirmaba que los jóvenes que crearon Cisco o Amazon podrían no haber desarrollado su negocio como lo hicieron de haber tenido como única fuente financiera un banco o una gran compañía que, a menudo es todo cuanto hay disponible en Gran Bretaña, Alemania o Japón. La misma fuente apuntaba distintos aspectos esenciales en la economía norteamericana para justificar tales hechos pero exigía cierto reconocimiento en la transformación de dicha economía para el capital riesgo, anunciando asimismo las dificultades a las que habría de enfrentarse el sector en ese país como consecuencia de su vinculación a las

oportunidades creadas por Internet y las turbulencias registradas en el ámbito de la Nueva Economía.

Parece adecuado mencionar la existencia de ciertas características que hacen de la economía de Estados Unidos un entorno adecuado para el desarrollo de las actividades de capital inversión. A saber, cuenta con un mercado interior de más de 250 millones de personas, buena parte de ellas con elevada capacidad adquisitiva. Asimismo, dispone de un mercado como el NASDAQ, que permite el acceso a la financiación mediante recursos propios a empresas de creación reciente. Otra razón que apoyaría nuestra afirmación se fundamenta en el reconocimiento social a la asunción de riesgos así como la gran flexibilidad y movilidad laboral que caracteriza el mercado de trabajo de Estados Unidos. Finalmente, frente a lo que encontramos en otros países, existe una regulación poco intervencionista y un tratamiento fiscal de las plusvalías no penalizador.

La desinversión, el aspecto más relevante de las operaciones desarrolladas por entidades de capital inversión, aunque puede producirse por diversas vías, encuentra en la introducción de la compañía participada en un mercado de valores su modalidad más deseable en la mayoría de los casos. A través de esa operación, los gestores de capital inversión pueden ofrecer libremente sus acciones a otros inversores. Ello, relativamente sencillo en Estados Unidos por la existencia de mercados como NASDAQ, no lo ha sido en Europa, si bien se vislumbran cambios favorables desde mediados de los noventa, coincidiendo con iniciativas institucionales - por ejemplo, el surgimiento de mercados como EASDAQ y EURO-NM[10]- y con la explosión de la Nueva Economía. Por supuesto, la caída de NASDAQ en el nuevo siglo ha condicionado la evolución de esos mercados, introduciendo mayor incertidumbre en su funcionamiento y en su futuro.

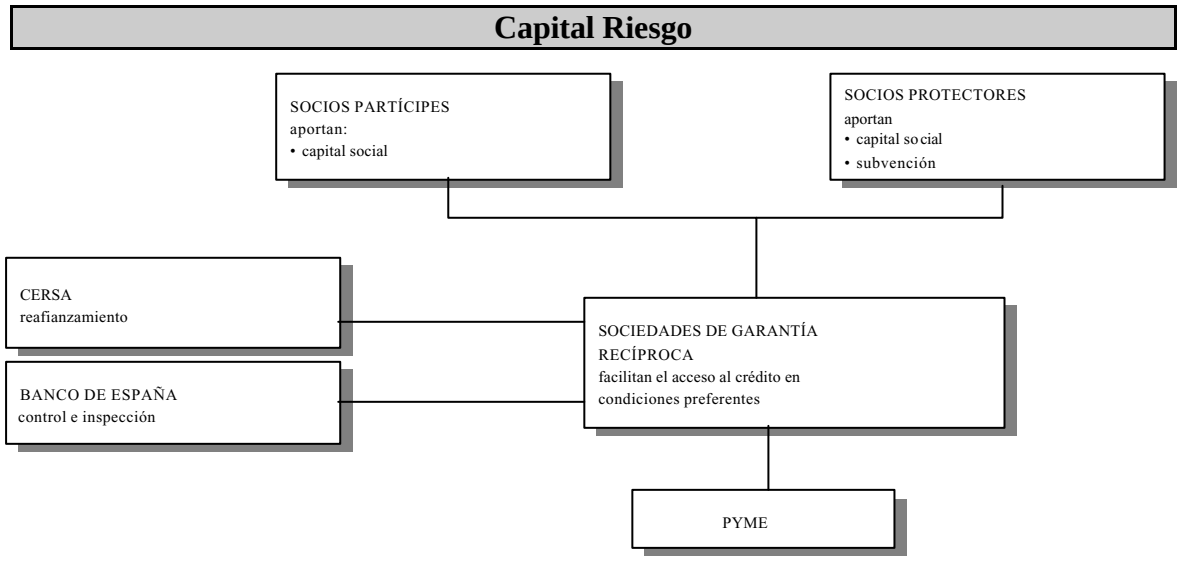
La denominación capital riesgo ha sido cuestionada en España. El origen de esta actividad de inversión consistente en la financiación estable a empresas no cotizadas a través de agentes profesionales, se encuentra en la llamada financiación mediante *venture capital*, que se tradujo al castellano como capital riesgo, denominación que la legislación española mantiene aunque esta expresión provoca, por un lado, frustración en los empresarios que buscan recursos financieros y por otro, en la localización de

[10] EURO-NM dejó de existir en diciembre de 2000, aunque continuaron los mercados nacionales participantes. Las compañías listadas en ese momento eran 564, frente las 63 existentes en enero de 1998.

nuevos fondos, los gestores se encuentran con el rechazo que las denominaciones aventura y riesgo despiertan en los potenciales proveedores de recursos. Estas razones han llevado a preferir otra expresión para dicha actividad, capital inversión o *private equity* (Martí Pellón, 1998).

El capital riesgo o capital inversión ha tenido en España un escaso desarrollo como instrumento de financiación de las PYME debido a la existencia de importantes limitaciones en su aplicación. En primer lugar, requiere de una rentabilidad esperada de la inversión muy elevada que permita compensar el riesgo asumido, lo que en la mayoría de los casos no sucede. En segundo lugar, existen grandes dificultades para llevar a cabo la desinversión, lo que eleva, aún más, la rentabilidad exigida a los proyectos. En tercer lugar, requiere un volumen mínimo que permita repercutir los elevados costes fijos derivados del estudio y seguimiento del proyecto sin elevar en exceso la rentabilidad exigida. Por último, la estructura de propiedad de las PYME españolas, de marcado carácter familiar, está muy concentrada lo que hace poco atractiva la entrada en el accionariado de nuevos socios minoritarios por los elevados problemas de agencia que implica.

Figura 1.1.



Fuente: Mora y Pablo (1996).

Sin embargo, no conviene olvidar algunas de las ventajas que para la PYME puede representar la financiación a través del capital riesgo o capital inversión. La participación del inversor de capital inversión en la empresa suele agregar un valor añadido a la empresa financiada ya que aporta credibilidad frente a terceros y ofrece experiencia ante situaciones difíciles para la empresa así como un conocimiento sectorial profundo ya que se enfrentan habitualmente a oportunidades de inversión en muy diferentes sectores, lo que capacita a la entidad de capital riesgo para perfilar mejor las posibilidades de futuro del proyecto en el que contemplan su participación. No debe obviarse, a su vez, que en el marco actual de globalización económica, la fórmula del capital inversión permite a la empresa, especialmente a la de menor tamaño, la posibilidad de aprovechar la red de vinculaciones internacionales del inversor y su capacidad de movilización de recursos procedentes del exterior en aras de mejorar la capacidad financiera de la empresa participada. Pero quizás, la ventaja potencial más destacable, corroborada por la experiencia reciente de algunas empresas familiares españolas, es la actuación de las entidades de capital inversión en los procesos de salida a Bolsa de algunas compañías, proporcionando a éstas no sólo la financiación necesaria durante el proceso de preparación de la operación de salida a Bolsa, sino el asesoramiento imprescindible para que dichas compañías puedan cumplir los requisitos legales y de mercado y la valoración necesaria de sus acciones para favorecer su liquidez.

La situación actual de la actividad de capital riesgo en España, a pesar de las dificultades económicas internacionales y de la incertidumbre que acarrean, permite contemplar con optimismo su futuro. Existen profesionales con experiencia en la inversión y seguimiento de participaciones en PYME. También, por el lado de la demanda, se constata una necesidad de este tipo de inversores financieros que puedan paliar la tradicional carencia de fuentes de financiación a largo plazo para la PYME. Por el lado de la oferta, hay fuentes de recursos apenas utilizadas en España como los activos de inversores institucionales españoles, que conforman el origen principal de fondos en otros países. Salvo inversores del sector financiero, todavía son pocos los inversores como compañías de seguros, planes de pensiones, fondos de inversión, fortunas familiares o inversores privados que se deciden a complementar sus carteras con inversiones en capital riesgo. Todavía en la actualidad, la mayor parte de los fondos captados en España procede de inversores extranjeros (ASCRI, 2003).

España no ha alcanzado aún la posición de otros países en los que se refiere al desarrollo del capital inversión. El caso británico podría servir de referencia ya que en dicho país el 15% de las empresas tienen o han tenido alguna vez participación en su capital de entidades de capital riesgo. España debería captar muchos más fondos para poder alcanzar esa posición.

La evolución de las desinversiones ha mostrado mayores alteraciones en los diferentes ejercicios del quinquenio 1996-2000. Las ventas de participaciones se vieron estimuladas por el favorable comportamiento de los mercados de valores en 1997 y hasta mediados de 1998. El proceso se ralentizó como consecuencia de la crisis asiática, retrasando algunas colocaciones hasta la primavera de 1999. En los meses posteriores los inversores se dirigieron hacia valores más líquidos y hacia empresas tecnológicas. Después llegó la caída del NASDAQ y ello desincentivó al inversor español por esta clase de colocaciones.

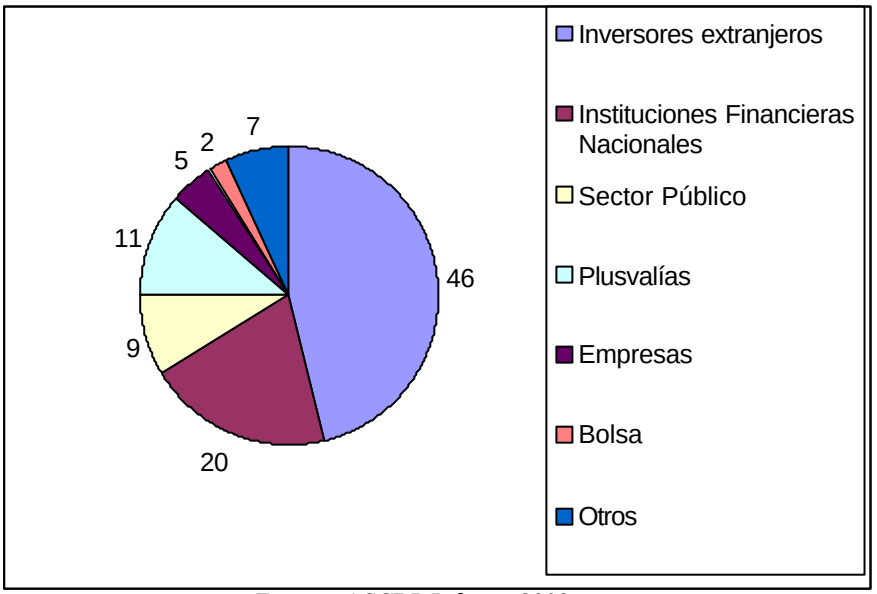
Los principales aportadores de fondos en 2002, al igual que sucedía en 2000 y 2001 son los inversores extranjeros (57,5%) –la incorporación de España a la Unión Europea marcó el inicio del interés de los inversores extranjeros por introducirse en España a través de la vía del capital inversión, entre otras, cambiando el protagonismo anterior del sector público en el ámbito del capital riesgo-, representando los inversores de países europeos el 32,5% de los recursos totales captados, seguidos por los inversores de USA, que van ganando representatividad hasta alcanzar en 2002 un 22,6% del total. Ese panorama podría ser indicativo del atractivo que representan las empresas españolas para los inversores extranjeros.

Por tipo de inversor destacan bancos y otras instituciones financieras privadas –40% sobre el total de fondos, proporción que viene aumentando desde 2000, a pesar de que en dicho ejercicio, aunque su peso se ha reducido frente a 1999, en que suponían el 46%-, seguidos de los inversores públicos (14%) y los fondos de pensiones (13%). Los inversores del sector público, que en 1998 ocupaban una posición relativamente preeminente (17,6%), situándose por delante de las entidades financieras, acaparan desde 2000 (3,7%) un papel más discreto. Asimismo, en 1998 podía afirmarse que, de forma distinta a lo acontecido en otros países, las compañías de seguros y los fondos de pensiones españoles tenían una participación prácticamente simbólica (1,6%), lo que

permitía pronosticar un amplio potencial de crecimiento ya que era de esperar que estas entidades, tal y como se observaba en otras economías, acabaran entrando de forma destacable en este sector. Ese pronóstico empieza a ser realidad desde 2000, puesto que dichas entidades representan ya el 15,8%.

Gráfico 1.1.

Procedencia de los capitales totales en gestión, 2002



Fuente: ASCRI, Informe 2003.

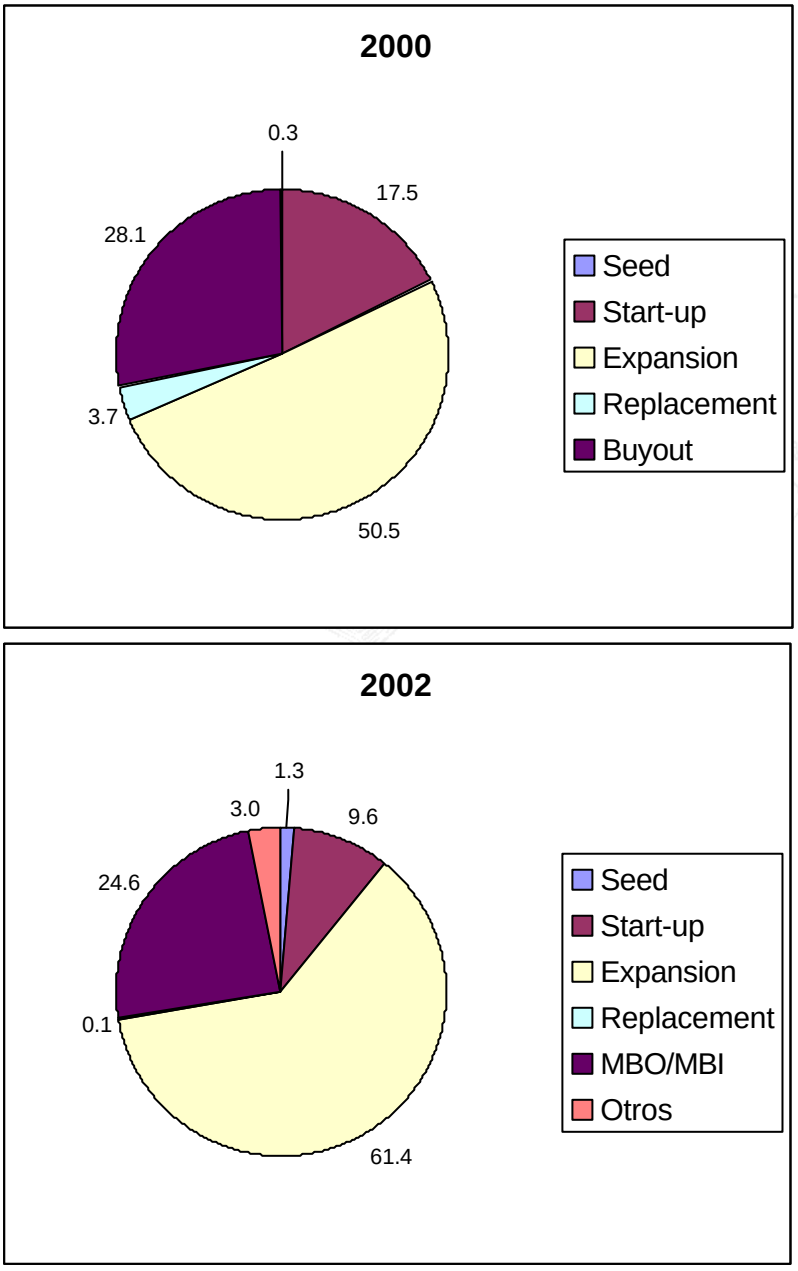
En 2000 se confirma la tendencia apreciable en un proceso iniciado en 1993 en relación con la orientación de las inversiones de las entidades de capital inversión. Se trata del predominio de las operaciones de participación en empresas ya consolidadas a través de operaciones apalancadas en detrimento de las operaciones de arranque o de semilla, ya que estas últimas suponen mayores riesgos que muchas veces no pueden ser compensados por la obtención de plusvalías suficientes.

El auge de las actividades vinculadas a la Nueva Economía en 1999 y 2000 llevó a registrar un crecimiento anual de los fondos destinados a empresas en etapas iniciales -*seed* y *start-up*- en el entorno del 100%. El negativo comportamiento del NASDAQ desde abril de 2001 y sus efectos en las empresas de comunicaciones e Internet implicó un descenso de las inversiones en etapas iniciales, cediendo su protagonismo a

operaciones en otras fases de desarrollo empresarial y en otros sectores más tradicionales.

Gráfico 1.2.

Distribución porcentual de la inversión en 2000 y 2002 por tipo de operación



Fuente: Martí Pellón (2001), EVCA (2001) y ASCRI (2003).

Fue el fin de una breve etapa de recuperación de las inversiones en etapas iniciales de la vida de las empresas. Las inversiones en fases tempranas de la empresa se mantuvieron

en 2002 en niveles similares a 2001, representando cerca del 11% del total de recursos invertidos. De los nuevos recursos captados en 2002, el 61,4% se dirige a empresas en crecimiento. Destacó el aumento del volumen de recursos invertidos en adquisiciones con apalancamiento, circunstancia compartida por el resto de Europa.

En cuanto a los sectores productivos a los que se dirige la financiación por la vía del capital riesgo destacaba tradicionalmente el de *Informática*, que acumulaba en 2000 el 21,9% (en 1998 suponía el 11,4%) de lo invertido, gracias al crecimiento registrado en 1999 y 2000 (en esta categoría destaca el protagonismo de las inversiones en Internet), desplazando a *productos de consumo*, que acaparaba el 40,5% en 1998, experimentando un sustancial incremento frente a ejercicios anteriores y que en 2000 representan el 21,4% del total invertido. Si se sumaban las cinco categorías con mayor contenido tecnológico (*Informática, Comunicaciones, Otros Electrónica, Biotecnología y Automatización Industrial*) se alcanza el 31,1% del total de la inversión, frente al 25,2% de 1999, todo ello debido al importante crecimiento de las inversiones en informática y comunicaciones.

Dicho panorama ha dado un vuelco importante en 2002 hacia la recuperación del protagonismo de los productos de consumo, evidenciándose el alejamiento de las inversiones tecnológicas iniciado en 2001. La mayor parte de los recursos se dirigieron a empresas pertenecientes a sectores tradicionales.

La espectacular cifra de nuevos recursos que venía captando el sector ha dejado de crecer al ritmo que lo hacía hasta 2000 por lo que no hay motivos para temer alcanzar una posición de liquidez que pueda suponer una fuerte presión por invertir y que lleve a una inflación de precios en las nuevas participadas, si bien se puede aducir que después de cinco años de crecimientos importantes en la captación de fondos, el sector se ha consolidado, dando paso en 2001 a una nueva fase de ralentización del crecimiento, en línea con un entorno de incertidumbre económica.

La llegada de más operadores al mercado español puede interpretarse como un signo de dinamismo de la actividad en España, donde sigue habiendo oportunidades de inversión, así como un indicador de una tendencia de futuro positiva, en la que el capital riesgo siga perfilándose como alternativa de financiación para empresas no cotizadas.

Desde el punto de vista legislativo, se ha introducido un programa de capitalización de empresas de base tecnológica puesto en marcha con el Real decreto 601/2002, de 28 de junio, que podría significar la alteración relativa del panorama sectorial así como de las preferencias por determinadas fases de desarrollo de la empresa por la que se decanta la actividad de capital riesgo. Sin embargo, por el momento, parece no haber actuado de revulsivo entre los inversores. A juicio de ASCRI, el lento proceso administrativo para autorizaciones que recoge el Real Decreto, así como los importes autorizados para las inversiones, sujetos a autorizaciones de la Unión Europea, explicarían la escasa reacción del sector.

La mayor parte del crecimiento de la actividad desinversora entre 1999 y 2000 fue atribuible a desinversiones parciales, habiendo caído el número de desinversiones totales. El número máximo de desinversiones totales se había producido en 1997 y ha sido superado por lo acontecido en 2002. La explicación de las desinversiones podría estar en su correspondencia con operaciones de la primera mitad de los años noventa -años en los que se produjo una reducción progresiva en el número de operaciones- y el mantenimiento de un periodo medio de permanencia de las inversiones de cinco años. Por ello, teniendo en cuenta el fuerte incremento de las inversiones a partir de 1997, los años 2002 y 2003 podían ser ejercicios en los que se registraran fuertes desinversiones. Bien, así ha sido en 2002, en el que las desinversiones computadas alcanzaron los 387,9 millones de euros, regitrándose un incremento frente a 2001 del 110%. Y ello sin olvidar que la incertidumbre que en la actualidad rodea a los mercados de valores, especialmente los dedicados a valores tecnológicos, está limitando la programación de colocación de acciones como mecanismo de desinversión.

Cuadro 1.3.

Evolución de las modalidades de desinversión 1998-2002

	1998 %	2000 %	2002 %
Recompra	17,6	17,9	40,6
Venta a ECI	2,4	4,4	0,0
Venta a terceros	37,5	50,5	17,3
Mercado de valores	28,1	12,0	8,5
Minusvalías	6,0	4,2	9,1
Reembolso préstamos	7,2	7,6	18,6
Otras situaciones	1,2	3,4	5,9
Total	100,	100,0	100,0

Fuente: Martí Pellón (2001) y ASCRI (2003).

Cerca del 40% del volumen desinvertido tuvo su origen en operaciones apalancadas de tipo MBO/MBI.

La principal vía de desinversión en 2002 ha sido la recompra por parte de los accionistas originales, representando un 40,6% del total. La vía más utilizada en ejercicios anteriores había sido la venta a terceros. Las circunstancias económicas actuales orientan la actividad hacia operaciones de desinversión de carácter más conservador.

Los sectores que acumularon un mayor número de desinversiones fueron *Informática*, *Productos de Consumo* y *Productos y Servicios Industriales*. Asimismo, mientras la estancia media de las inversiones de capital riesgo sigue rondando los cinco años, como viene siendo habitual desde hace tiempo, se aprecia un recorte sustancial de la permanencia del capital riesgo en las empresas más inmaduras, lo que es sintomático del efecto de las desinversiones en empresas relacionadas con la Nueva Economía.

La actividad de capital riesgo en España parece haber consolidado una tendencia expansiva iniciada en 1997, a pesar de la ralentización en el ritmo de crecimiento registrada en los últimos dos años. Podríamos afirmar que España ha vivido un proceso de convergencia con relación a las economías más avanzadas en lo que a la actividad de capital inversión se refiere. Sin embargo, existe todavía un gran margen para el desarrollo futuro de esta actividad.

Sin duda, el ciclo económico favorable, la aprobación de la Ley 1/1999, la expectativa de un mercado europeo con una moneda única, el desarrollo de actividades de la Nueva Economía y la aparición de nuevos mercados de valores especializados, contribuyeron decisivamente en el buen comportamiento de aquélla. Es más, el auge de las empresas vinculadas a Internet y otras nuevas tecnologías dispararon las cotizaciones de éstas, bajo la expectativa de un fácil acceso a los mercados y a la generación de plusvalías importantes en un plazo no muy largo, por lo que muchos nuevos inversores tomaron interés por esta vía de financiación.

La Nueva Economía permitió que la atención se fijara en empresas en etapas iniciales, sumamente necesitadas de alternativas financieras, siendo los inversores privados los

que acapararon esas operaciones cuando un lustro antes los arranques habían correspondido a empresas tradicionales cuya financiación provenía fundamentalmente de entidades de capital inversión participadas mayoritariamente por capital público.

Los ejercicios de 2001 y 2002 no han podido reproducir ese panorama ya que la situación de los mercados no es la misma. Sin embargo, sería trascendental para el futuro de la actividad de capital inversión la consolidación en Europa de un mercado de valores cuyo papel sea equivalente al de NASDAQ en Estados Unidos.

A pesar de ello, varios fondos internacionales con mucha experiencia en el terreno del capital riesgo han realizado fuertes apuestas por el potencial de la actividad en España.

El nuevo entorno de la moneda única y de la globalización económica va a conllevar nuevos retos y la necesidad de incrementar la dimensión de las empresas para poder competir en el mismo. El capital inversión parece tener un papel importante que jugar en ese proceso. Asimismo, los procesos de desinversión a través de los mercados se verán favorecidos porque algunas empresas alcanzarán una dimensión suficiente para acceder a los primeros mercados organizados.

1.2.5.1.2. Garantía recíproca.

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), pese a las ventajas que sin duda tienen como instrumento de apoyo financiero a las PYME, no constituyen una respuesta a todos sus problemas. En general, no son válidas cuando las empresas cuentan con un nivel de recursos propios reducido. Además, la escasa dimensión de la mayor parte de las SGR españolas reduce el atractivo de este instrumento para las PYME al tener que repercutir en un número reducido de proyectos los costes de funcionamiento de la SGR.
Las SGR son sociedades en las que prima el carácter mutualista por lo que para acceder a sus servicios la empresa debe ser socio de la misma y los derechos que adquiere no se corresponden con la cuantía de la participación de la empresa en el capital de la SGR. Ésta es considerada como entidad financiera cuyo objeto esencial es prestar garantías a sus socios para que éstos puedan obtener la financiación necesaria para acometer o desarrollar sus proyectos empresariales. Sus socios son fundamentalmente PYME

(socios Partícipes) y también instituciones públicas (socios Protectores) que participan en el capital de la SGR pero no tienen derecho a obtener garantías de la misma.

Los socios protectores suelen ser Comunidades Autónomas, Cámaras de Comercio e Industria, Diputaciones provinciales, Asociaciones de empresarios, Bancos, Cajas de Ahorro y otras empresas privadas. Con el fin de garantizar la independencia de la SGR en la que participan, los votos de los socios protectores en su conjunto no podrán representar más del 50% del total de votos.

El conocido como problema del coste del aval ha dificultado el acceso de numerosas PYME a las SGR ya que la empresa que solicita aval afronta diferentes costes:

BIBLIOTECA VIRTUAL

1.- Las cuotas sociales: la participación en el capital de la SGR de la empresa que desea ser avalada suele ser proporcional al importe del aval solicitado y durante el tiempo de vigencia del aval esta participación debe mantenerse.
2.- La comisión del aval: durante todo el periodo de vigencia del aval debe pagarse anual y anticipadamente un porcentaje del riesgo avalado vivo.
3.- La comisión de estudio: un porcentaje del principal de la financiación a obtener debe pagarse en concepto de gastos originados por el estudio de la operación.
4.- Los gastos de corretaje: Parte del principal del préstamo que debe pagarse por la intervención de un corredor de comercio en la operación.

Asesoramiento e información a la PYME es la función alternativa a la concesión de avales que caracteriza las actividades de las SGR ya que ésta se encuentra en mejores circunstancias que la PYME para negociar las condiciones de la financiación necesaria y el estudio que la SGR realiza para plantear la concesión del aval y el seguimiento de las operaciones avaladas permite el apoyo cualificado en la mejora de la gestión y desarrollo de la PYME.

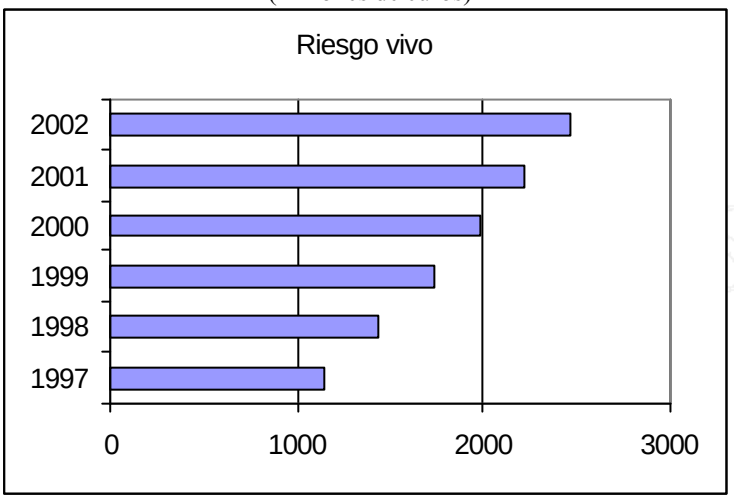
A finales de la década de los noventa se había asistido a un importante proceso de fusiones en el sector lo que constituyó un indicador de cierto dinamismo en esta actividad después de una década de estancamiento. La mayoría de las SGR tienen ámbito autonómico y carácter multisectorial, existiendo también sociedades con ámbito de actuación nacional y carácter sectorial. El sector servicios es el más beneficiado por

sus avales acaparando más del 33% tanto por número de operaciones como por importe de las mismas; la industria se situaría a continuación si tomamos como referencia el volumen de las operaciones, acaparando más de un 32% del total (sólo un 18,7% si valoramos por número de operaciones). Tradicionalmente, la industria había sido el sector prioritario a la hora de contar con los avales de las SGR. El sector construcción viene ocupando la tercera posición desde tiempo atrás, acaparando algo más del 16% del importe total de los avales.

Gráfico 1.3.

Evolución del riesgo vivo 1997-2002

(millones de euros)



Fuente: CESGAR, memoria 2003.

La banca y las cajas de ahorros son los prestamistas más beneficiados, acaparando conjuntamente el 59,5% del riesgo vivo en 2002, ejercicio en el que el volumen total del riesgo vivo fue de 2.468 millones de euros para un número de avales que ascendió a 63.625. Las cajas de ahorros se posicionan por delante de los bancos, tanto en número de avales concedidos (18,8% y 10,8%, respectivamente) como en la cuantía del riesgo (37,5% del total para las cajas y 22% para la banca privada).

Si se analizan las garantías complementarias otorgadas a las SGR se observa un relativo equilibrio entre las garantías reales y las personales en 2002, contra lo que ocurría a finales del decenio de los noventa en que existía un claro predominio de las personales (55,4% del total en 1998), frente a otro tipo de garantías o la ausencia de ellas en algunas operaciones. No obstante, el 29% del importe avalado carece de cualquier tipo

de garantía, lo que viene a demostrar, al menos en parte, las SGR pueden estar cumpliendo con su papel de resolver el verdadero problema al que se enfrentan las PYME a la hora de obtener financiación, la falta de garantías. El destino de los avales en 2002 era fundamentalmente la inversión en mejora de empresas (59,3%), lo que viene siendo habitual en los últimos cinco años, siendo la constitución de avales técnicos la que justifica el mayor número de operaciones aunque su importe se sitúe por debajo del primer destino (24,1%). En cuanto al plazo de riesgo, éste es de largo plazo para el 90% de las operaciones.

Cuadro 1.4.

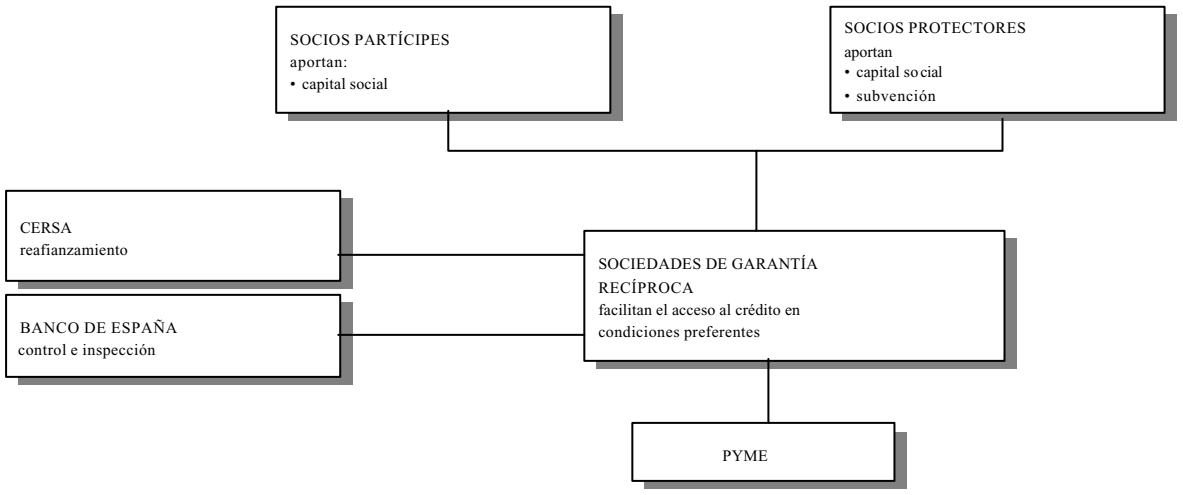
Distribución del riesgo vivo por entidades financieras 2002

Entidades	Número de operaciones	Importe (en millones de euros)
Banca privada	6.891	542
Cajas de ahorro	11.965	926
Cooperativas de crédito	1.834	149
Otras entidades financieras	268	23
Proveedores	2.535	88
Administraciones públicas	33.503	552
Otros	6.629	188
Total	63.625	2.468

Fuente: CESGAR, memoria 2003.

Figura 1.2.

Funcionamiento del sistema de garantías recíprocas en España



Fuente: CESGAR, adaptado de Mora y Pablo (1996).

Cuadro 1.5.

Distribución del riesgo vivo por destino del aval 2002

Entidades	Número de operaciones	Importe (en millones de euros)
Inversión	18.818	1.465
Otros avales financieros	4.664	313
Avales técnicos	36.497	596
Otros	3.546	94
Total	63.625	2.468

Fuente: CESGAR, memoria 2003.

Si analizamos la distribución del riesgo vivo por tamaño de la empresa, observamos que el 80% del riesgo total lo representan las empresas de menos de 50 trabajadores, concentrando las más pequeñas (de uno a diez trabajadores) el 44% del riesgo vivo, poniendo en evidencia la necesidad que tienen las empresas de menor dimensión de acceder a un sistema que les permita acceder a las garantías de las que normalmente carecen.

Desde los orígenes del sistema de garantías recíprocas en España existe la preocupación por la creación de un sistema eficaz de reafianzamiento que apoye financieramente a las pequeñas y medianas empresas. La Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (CERSA) es la responsable de ese sistema y su actuación se rige por los siguientes principios (Calvo *et al*, 2002):

1.- Su objetivo es facilitar a la PYME el acceso a la financiación ajena, a través de la cobertura (hasta 1999 reafianzaba hasta el 50%, gratuita y automática, incluyéndose el principal y los intereses devengados) y del apoyo adecuado a las SGR. A partir de 1999, se pasa a tener cobertura de provisiones y fallidos, y gracias a la colaboración del Fondo europeo de Inversiones, la Dirección General de Industria y Tecnología, el FROM y la Dirección General de Política de PYME, se ha conseguido incrementar la cobertura en función de determinadas características de la PYME y de los activos financiados, por lo que la cobertura de aquellas operaciones oscila entre un 30 y un 75%, gozando de mayor cobertura las operaciones de nueva empresa y las de carácter innovador. La principal actividad de CERSA es el reaval de las operaciones de garantía

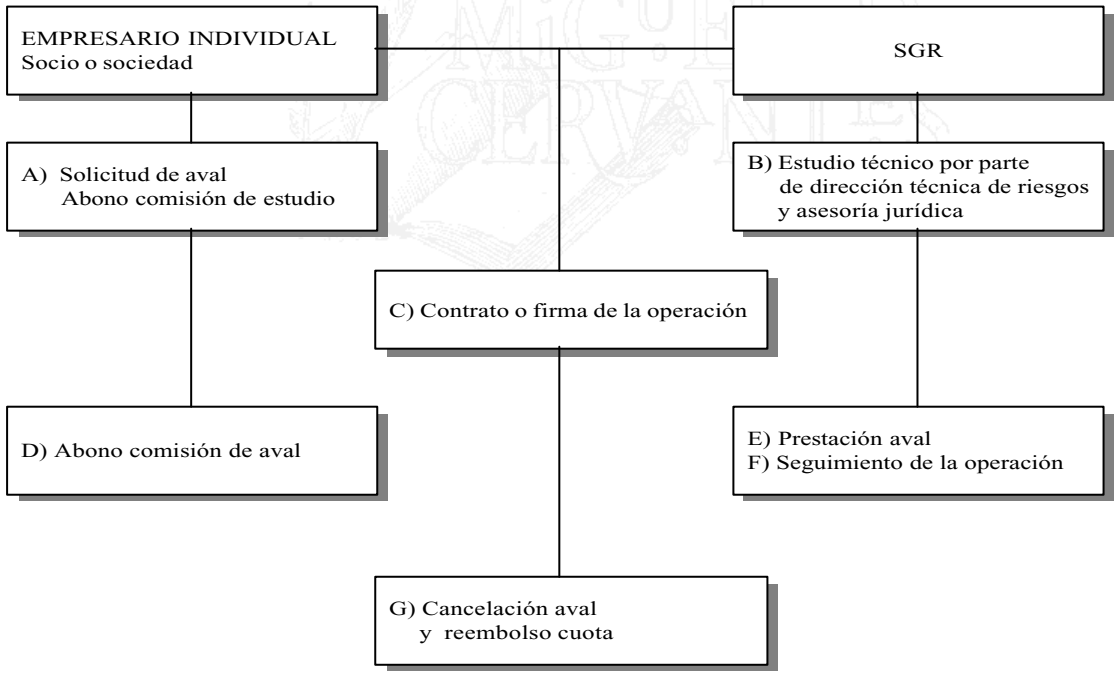
realizadas por las SGR, no pudiendo operar directamente con las empresas avaladas por éstas.

2.- Su capital es mayoritariamente público. Se trata de una empresa pública de derecho mercantil.

3.- Su financiación se basa en ampliaciones de capital regulares por parte de sus diferentes socios, para cubrir como mínimo su coeficiente de solvencia.

Figura 1.3.

Esquema básico de una operación de aval por una SGR



Fuente: Elaboración propia a partir de CESGAR (2003).

A través del reafianzamiento, la Administración Pública reconoce la función que realizan las SGR como instrumento de política económica que mejora sensiblemente la financiación de las PYME. A su vez, la Administración Pública apoya indirectamente a la PYME porque es ésta la que sostiene la economía y el empleo de un país (CESGAR, 2003).

1.2.5.1.3. Segundo mercado bursátil.

El Segundo Mercado, identificado como el mercado bursátil de las empresas pequeñas y medianas, permite la admisión a cotización de empresas que tienen dificultades, fundamentalmente atribuibles a su tamaño, lo que condiciona el cumplimiento de los requisitos de admisión, para acceder al primer mercado bursátil. Desde esa perspectiva, los segundos mercados cumplen con la misión de permitir a la PYME la aclimatación, sirviendo como paso intermedio para sociedades que aspiran a cotizar en el primer mercado.

Parece una vía de financiación adecuada para las PYME que afrontan proyectos de crecimiento o están en fase de expansión pero también lo es para empresas de reciente creación. La cotización de una PYME en el segundo mercado puede permitir la reestructuración del patrimonio del empresario, proporcionar liquidez al accionista o inversor (aunque quizás en el caso español ahí resida su principal obstáculo), facilitar salidas a los socios minoritarios, permitir una valoración de mercado de las acciones, así como, desde una óptica financiera, facilitar la planificación de estrategias de crecimiento, captar nuevos capitales, equilibrar la estructura financiera existente entre recursos propios y ajenos. Asimismo, no debemos obviar que también representa un reconocimiento mayor por el público en general.

Sin embargo, hoy por hoy se trata de un mercado de importancia marginal en España, fundamentalmente por la exigencia de un capital reducido para garantizar la liquidez en Bolsa de una sociedad, además de la pequeña diferencia respecto al capital mínimo exigible para cotizar en el primer mercado bursátil. Esta situación se reproduce en otros mercados europeos, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos. Una posible solución sería la creación de un segundo mercado de valores europeo, de modo que su mayor dimensión pueda garantizar un correcto funcionamiento del mismo. En este sentido ya existen iniciativas como el mercado EASDAQ, de carácter autónomo con respecto a las bolsas locales/nacionales, creado bajo las premisas de funcionamiento del NASDAQ estadounidense. La European Association of Securities Dealers (EASD) nació en 1994 con la pretensión de crear una bolsa de valores europea, independiente de las existentes, fundamentalmente dirigida a pequeñas y medianas empresas, con gran potencial de crecimiento y proyección internacional. Tiene su sede en Bruselas y se

somete, por tanto, a la regulación belga pero su estructura organizativa responde al modelo de NASDAQ, hasta el punto de que las empresas listadas en uno de los mercados encuentra facilidades de acceso al otro. NASDAQ tomó en 2001 una participación mayoritaria en EASDAQ, lo que denota su apuesta por la conversión de este último en el verdadero mercado bursátil paneuropeo de carácter OTC.

No cabe duda de que pueden surgir otros mercados similares en Europa a pesar de experiencias fallidas como la del EURO-NM, surgido en 1996 como confederación de nuevos mercados nacionales.

A pesar de ello, "NASDAQ ha continuado siendo la tierra prometida de cualquier compañía tecnológica con aspiraciones a ganar visibilidad y proyección comercial internacional, aún cuando tales aspiraciones no hayan dispuesto en todos los casos de una correspondencia suficiente en términos de preferencia de los inversores" (Ontiveros, 2001, p.134). El atractivo de NASDAQ se hace extensible a muchas PYME con elevado potencial de crecimiento, pero la pretensión de cotizar en él sería compatible con el acceso a otros mercado locales o supranacionales para las compañías europeas, tanto más si el mercado paneuropeo con más proyección en este momento ya cuenta con la participación de NASDAQ y no es de descartar la idea de que en un futuro no muy lejano, éste acabe por absorber al europeo.

1.2.5.1.4. Titulización.

La titulización es un instrumento de financiación de los agentes económicos, tanto públicos como privados, consistente en la cesión de créditos a un "canal" de titulización. En el modelo español, ese canal es un patrimonio sin personalidad jurídica denominado Fondo de Titulización de Activos y encargado de transformar créditos en valores, de tal modo que la remuneración y amortización de los valores emitidos por el fondo están respaldados por la satisfacción de los créditos cedidos. La actividad desarrollada por estos fondos y por sus sociedades gestoras es supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que queda facultada para condicionar la oferta pública de ciertos pasivos a la exclusiva adquisición por parte de inversores institucionales.

La entrada en vigor del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo significa la potenciación del desarrollo de proyectos de inversión cuyos beneficios están diferidos en el tiempo al favorecer la obtención de financiación a cargo de los ingresos previstos en el futuro. Asimismo, la titulización de créditos de entidades financieras va a permitir a dichas instituciones eliminar algunos de los riesgos de sus balances y por ello se reducen las exigencias de fondos propios para cumplir los requisitos de solvencia, del mismo modo que se incrementan y abaratan las disponibilidades de financiación bancaria (Sánchez, 1998).

Este nuevo marco regulador y muy especialmente la aparición en la tipología de los fondos de los llamados fondos abiertos, cuyo activo y pasivo pueden modificarse después de la constitución del mismo, abren el camino a la titulización de flujos a corto y medio plazo, muy habituales en otros sistemas financieros y permiten vislumbrar una nueva oportunidad para las empresas de menor tamaño.

Mientras en Estados Unidos la titulización goza de una mayor aceptación, la experiencia europea y por ende, española, es bastante más limitada. No obstante, el mercado de titulización de activos derivado de derechos de créditos de PYME ha tenido un proceso de desarrollo más lento que en otras áreas de actividad en Estados Unidos, bien por los menores beneficios derivados de la misma, o bien porque los costes asociados al proceso de titulización son comparativamente más elevados para el caso de las PYME (García Tabuenca, 1997). Al respecto, Carmona (2002) alega que los principales escollos que tendrán que superarse en España serán los de salvar los costes de información que justifican la información asimétrica de los intermediarios hacia las PYME.

Las posibilidades de desarrollo de este instrumento financiero para las PYME son dignas de consideración aunque la realidad actual todavía no ofrece suficientes indicios para pensar en una amplia e inminente expansión. La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, parece haberse hecho eco de esa realidad y en el Capítulo III, que persigue mejorar las condiciones de financiación de las PYME, permite a las entidades (generalmente de crédito) aumentar la proporción de las carteras hipotecarias que pueden ceder a fondos de titulización de activos a través de la figura de la participación hipotecaria, la cual en este caso se emitirá y comercializará

con la denominación de "certificado de participación hipotecaria". Con ello se pretende mejorar las condiciones de financiación de las PYME que deben recurrir a la garantía hipotecaria para obtener financiación bancaria.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

CAPÍTULO 2

LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR HOSTELERO ESPAÑOL

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

2.1. Una aproximación al sector hostelero.

2.1.1. Concepto y delimitación del sector hostelero en el marco de la actividad turística.

Tal como apuntan Vogeler y Hernández Armand (1998, p. 2) la definición más utilizada de la palabra turismo en la mayoría de los manuales referidos al sector es la que corresponde a los profesores Hunziker y Krapf (1942), de la Universidad de Berna, a los que se puede considerar padres de la ciencia turística moderna:

"Turismo es el conjunto de las relaciones y fenómenos producidos por el desplazamiento y permanencia de personas fuera de su lugar de residencia, siempre que el desplazamiento o la estancia no estén motivados por una actividad lucrativa".

Esta definición ha sido ampliamente aceptada e incluso adoptada por la Asociación Internacional de Expertos Científicos en Turismo (AIEST). Por su parte, la Organización Mundial del Turismo (OMT) ha definido el turismo como: "Las actividades que realizan las personas durante sus viajes y estancias en lugares distintos al de su entorno habitual, por un periodo de tiempo consecutivo inferior a un año, con fines de ocio, por negocios y otros motivos." Esta acepción del término turismo fue aprobada por la OMT en la Conferencia de Ottawa celebrada en junio de 1991 y corresponde al ánimo de la institución de favorecer la confección de estadísticas internacionales de turismo. La Comisión de Estadística de las Naciones Unidas la adoptó en marzo de 1993.

Desde el punto de vista económico se ha considerado actividad turística a la que ofrece un producto que va a significar el consumo de bienes o de servicios por un sujeto que se encuentra temporalmente desplazado de su lugar habitual de residencia (Figuerola, 1995).

Podemos mencionar las siguientes características del turismo de acuerdo con sus efectos económicos (Tirole, 1988; Cuadrado y del Río, 1993; Shy, 1995; Falvey, 1995; WTO, 1994):

i) su producción es inmediata y no puede almacenarse. El turismo sólo existe cuando está siendo consumido;

ii) su producción es intensiva en mano de obra;

iii) en su producción es posible distinguir entre "servicios a los consumidores" (o de demanda final) y "servicios a la producción" (o de demanda intermedia).

iv) en muchos casos, se trata de "experience goods" en los que, para los bienes así definidos (por ejemplo, la comida de un restaurante), el punto principal es la información: las compras repetidas ofrecen algún control por parte de los consumidores sobre la calidad de estos bienes.

A la hora de delimitar el conjunto de actividades económicas que conforman el sector turístico[1], por tratarse de un sector muy heterogéneo, surgen numerosas dificultades, ya que se trata de un sector que no figura como tal en las clasificaciones nacionales de actividades económicas ni en los sistemas de contabilidad nacional de los distintos países, lo que obstaculiza la valoración de su comportamiento y de sus aportaciones al conjunto de la actividad económica.

La hostelería puede ser considerada como una actividad turística pues ha de tener en cuenta las políticas turísticas y está condicionada, a su vez, por los elementos que afecten al turismo (FORYSER, 2000). Además, en los primeros años de crecimiento del turismo, quizás por falta de instrumentos técnicos de evaluación o quizás por la identificación que durante mucho tiempo se dio entre hostelería y turismo, en los análisis económicos efectuados en España, se utilizaba como resultado de la actividad turística, la información obtenida de la Contabilidad Nacional correspondiente al sector hostelería (FEHR, 2001).

[1] Actualmente, el proceso de adopción por parte de los distintos países de la Cuenta Satélite del Turismo (CST), pretende contribuir a perfilar y valorar mejor la incidencia económica del turismo. La expresión, acuñada por Naciones Unidas, está referida al volumen de los sectores económicos que no se diferencian por derecho propio como tales en las cuentas nacionales. La CST se nutre de cada sector que incluya un componente turístico, funcionando paralelamente con las cuentas nacionales. El día 1 de marzo de 2000 la Comisión de Estadísticas de las Naciones Unidas aprobó finalmente la propuesta de la OMT sobre la CST. En su preparación intervinieron las Naciones Unidas, la OMT, la OCDE y la Comisión Europea (EUROSTAT).

El Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua nos proporciona la siguiente definición de hostelería: "Conjunto de servicios que proporcionan alojamiento y comida a los huéspedes y viajeros mediante compensación económica".

Como puede observarse, la definición señala que los clientes serían "huéspedes y viajeros", de acuerdo con la idea del establecimiento tradicional al servicio del que no es del lugar sino que está de paso por él, por lo que la hostelería no cubriría, de acuerdo con esa acepción, las necesidades de los habitantes del lugar. Esta definición ha quedado superada por la realidad actual del sector hostelería la cual, con el paso del tiempo, el desarrollo económico y la evolución social, ha visto cómo su actividad se diversificaba y en muchos casos, se ponía al servicio básicamente del cliente local.

La hostelería es considerada en la actualidad un sector económico que engloba un conjunto de empresas cuya actividad es la de facilitar los servicios de alojamiento, comida y bebida, ya sea conjunta o separadamente, en función de los usos sociales que determinan la forma de proporcionar el servicio.

Se trata de un sector económico puesto que engloba empresas que reúnen una serie de peculiaridades. Dichas empresas utilizan factores de producción para poder llevar a cabo su objeto, asumiendo un riesgo en una economía de mercado. Su objeto es una actividad mercantil por la que exigen contraprestación. Dicha actividad mercantil es la de facilitar básicamente un servicio de alojamiento, comida y/o bebida, de acuerdo con las necesidades de los clientes (FORYSER, 2000). La evolución de la demanda puede determinar la necesidad de complementar con otras actividades las tareas básicas de alojamiento y alimentación de los clientes con ofertas de ocio y entretenimiento vinculadas a aquellas.

Antes de iniciar el estudio del comportamiento financiero de los diferentes subsectores turísticos considerados, debemos recordar que el análisis cuenta con el respaldo metodológico de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas de 1993 (CNAE-93), a la que nos atenemos y cuyo criterio seguimos a la hora de establecer una división de las actividades turísticas que permita abordar con cierta desagregación las pautas financieras que afectan al sector turístico.

Los subsectores objeto de análisis, de acuerdo con la Estructura de la CNAE-93, que corresponden al epígrafe 55, Hostelería, presentando la siguiente subdivisión:

CNAE-93	
55.1	**Hoteles**
55.11	Hoteles, moteles, hostales y pensiones con restaurante
55.12	Hoteles, moteles, hostales y pensiones sin restaurante
55.2	**Camping y otros tipos de hospedaje de corta duración**
55.21	Albergues juveniles y refugios de montaña
55.22	Camping
55.23	Otros tipos de hospedaje: apartamentos turísticos, centros y colonias de vacaciones, otros alojamientos turísticos y otros alojamientos especiales no turísticos
55.3	**Restaurantes**
55.30	Restaurantes
55.4	**Establecimientos de bebidas**
55.40	Establecimientos de bebidas
55.5	**Comedores colectivos y provisión de comidas preparadas**
55.51	Comedores colectivos
55.52	Provisión de comidas preparadas a empresas y otras actividades de provisión de comidas

De hecho, la CNAE-93 plantea ciertos cambios en relación con la estructura del sector respecto a su antecesora, la CNAE-74, que ni siquiera consideraba la actividad hostelera bajo un único epígrafe, al separar la actividad de restaurantes y cafés sin hospedaje (epígrafe 65) de otra actividad sí llamada hostelería (epígrafe 66), que se circunscribía a la actividad de alojamiento (incluyendo asimismo otras actividades de alimentación y bebida que tenían lugar en un mismo establecimiento pero cuya actividad y producción principal era la alojativa), de la forma que se expresa a continuación:

CNAE-74	
65	**Restaurantes y cafés (sin hospedaje)**
65.1	Restaurantes
65.2	Establecimientos de bebidas y cafés, con espectáculos
65.3	Establecimientos de bebidas y cafés, sin espectáculos
65.4	Servicios de comedor y bar en centros de trabajo, comedores de estudiantes y militares
66	**Hostelería**
66.1	Hoteles y moteles, pensiones, hostales, con restaurante
66.2	Hoteles y moteles, pensiones, hostales, sin restaurante
66.3	Apartamentos amueblados para turistas
66.9	Otros alojamientos

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Este carácter de producción conjunta está justificando en alguna medida que el análisis económico que pudiera plantearse al respecto fuera conjunto, como agregado de todas las actividades que se desarrollasen dentro del mismo establecimiento, lo que vendría avalado por la tradición y la costumbre (Figuerola, 2002). El mismo autor (FEHR, 2001) defiende el papel singular que la hostelería ha jugado en el desarrollo turístico español, ya que sin la expansión acelerada que desde los años sesenta la misma mantuvo, el turismo no se habría manifestado tal como lo ha hecho.

Si acudimos al Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua para buscar la definición de hotelería, la respuesta es inequívoca: "(de *hotelero*) f. hostelería". Así, el citado diccionario no aprecia distinción alguna entre actividad hostelera y actividad hotelera. Sin embargo, habitualmente se tiende a clasificar las actividades hosteleras en dos tipos: la actividad de alojamiento –incluyendo alojamiento turístico hotelero y extrahotelero, con toda la diversidad de actividades asociadas a la producción básica de alojamiento-, por un lado; y la actividad de restauración por otro, entendiéndose por dicha actividad la desarrollada fuera de las instalaciones de un establecimiento hotelero, de la que forman parte empresas que prestan servicio de manutención fuera del hotel, como son restaurantes, cafeterías, cafés, bares, tabernas, empresas de comida rápida, catering o empresas de restauración industrial para colectividades.

De acuerdo con los planteamientos de FEHR (2001), en el agregado hostelería se integra un conjunto de subsectores y actividades de naturaleza muy diversa, a causa de las diferencias existentes en los bienes y servicios que se distribuyen, considerando a la

hostelería como la actividad productiva que se ocupa de proporcionar a los viajeros y residentes servicios de alojamiento, de comida y de bebida. Por tanto, incorpora de manera coincidente prestaciones muy diversas tales como:

- El alojamiento, preferentemente en establecimientos hoteleros, pensiones y hostales.
- Los servicios de comidas y bebidas, en restaurantes, cafeterías, cafés-bares y antiguas tabernas.

2.1.2. El sector turístico y el sector hostelero en España: su importancia económica actual.

2.1.2.1. Panorama del turismo español en la segunda mitad del siglo XX[2].

Es la década de los cincuenta y en concreto en la segunda mitad del decenio el momento en que podemos situar los primeros rasgos de la conversión de España en importante destino turístico con la llegada de los primeros turistas después de casi dos décadas de aislamiento internacional. Parecía admitido por las autoridades de la época que el turismo podía ser una importante fuente de divisas, casi la única en aquel momento que el país necesitaba desesperadamente obtenerlas. A esa realidad se añade la circunstancia del ingreso de España en la ONU en 1955 y las negociaciones para acceder a los principales organismos internacionales, de los que pronto formó parte, la llegada de la ayuda internacional, así como la general apertura al exterior que supuso el Plan de Estabilización de 1959, por lo que la economía española empezó a registrar las primeras iniciativas turísticas en un contexto de mayor liberalización de los intercambios con el exterior.

Los años cincuenta traen a España de nuevo –ya había sucedido en 1929 y en 1930 con las Exposiciones de Sevilla y Barcelona- una cifra millonaria de turistas, coincidiendo con el levantamiento del bloqueo a España y la progresiva integración de ésta en la comunidad internacional. También algunos españoles comienzan a disfrutar del

[2] Este apartado está inspirado en la comunicación presentada por Such y Zamora en el marco del la V Reunión de Economía Mundial (Sevilla, 2003).

desmantelamiento de barreras administrativas y económicas para viajar fuera de España. En conjunto, el turismo se beneficia de las mejoras sociales y de infraestructuras que facilitan los desplazamientos en el interior.

Los años cincuenta presentan un cambio de preferencias de los turistas extranjeros y españoles sobre lugares de destino en España. Aunque las ciudades con atractivo artístico y también las más cosmopolitas siguen manteniendo su importancia como destino, la orientación del turismo vacacional, con estancias más prolongadas, se ve alterada. Los nuevos flujos turísticos, frente a lo que acontecía antes de la guerra civil en que la orientación geográfica eran las playas del norte, se dirigen hacia las playas mediterráneas y se concentran en los meses de verano.

Los años sesenta son identificados como los del *boom* turístico español. La primera razón que justifica este hecho es la recuperación de las economías europeas después de la reconstrucción posterior a la II Guerra Mundial, la constitución de economías del bienestar y el registro de tasas de crecimiento elevadas en esos países. Por parte española, la conciencia de muchas de las diferentes administraciones, y también del conjunto de la ciudadanía, de la necesidad de generar ingresos aprovechando valores climáticos, naturales, artísticos y económicos, favorecedores de la entrada de turistas extranjeros, alentaron el crecimiento de la oferta turística, muchas veces no exenta de problemas, fundamentalmente de saturación y sostenibilidad, que surgirían pronto.

En 1963 nace la Escuela Oficial de Turismo para capacitar a quienes hayan de dedicarse profesionalmente a actividades relacionadas con el tráfico turístico, siendo referencia, asimismo, para los centros no oficiales ya existentes, ordenando la formación turística de carácter oficial, en dependencia del entonces llamado Ministerio de Información y Turismo. Se intensifican las tareas de promoción del turismo por la administración central y se dan destacados pasos –quizás más formales que efectivos- para impulsar y controlar las actividades turísticas privadas, de gran pujanza en las zonas más demandadas por los turistas.

En lo que a la hostelería se refiere, se aprueba la llamada Operación Precios, que establecía una cierta libertad de precios aunque tutelada, con bandas de precios para cada tipo de establecimiento, instando a cada uno de ellos a publicar los precios y

servicios ofertados en una Guía de Hoteles, publicada por primera vez en los primeros años sesenta. También se incorpora una nueva clasificación de establecimientos por estrellas.

Dentro de la hostelería, el capítulo dedicado a restauración, subsector que tiene mayor capacidad generadora de empleo y facturación en el sector turístico español, presenta como características más destacadas en el periodo indicado el establecimiento de condiciones mínimas a cumplir por los locales y los servicios prestados en ellos, la introducción de un menú turístico para influir en los precios, así como el hecho de hacer extensivo a estos establecimientos los beneficios del crédito hotelero y para construcciones turísticas. Por lo que se refiere a las cafeterías, de escasa tradición en España, pero de gran desarrollo en los años cincuenta, también se establecieron categorías y se impuso la obligación de ofertar un plato combinado turístico. Esta idea para frenar la escalada de precios en la oferta hostelera no tuvo apenas éxito, ni tampoco los esfuerzos de la administración por imponer esas exigencias en la oferta fueron muy activos.

Los años sesenta contemplaron el nacimiento y consolidación de una oferta alojativa distinta de la hotelera, los apartamentos, campings, ciudades vacacionales, etc. Para ellos también se establecieron categorías y un régimen de precios publicados. Ello desencadenó un verdadero despegue inmobiliario al amparo del turismo que impuso en el mercado miles de urbanizaciones interesantes para venta o alquiler.

La política turística de esa época pasaba además por las denominaciones geoturísticas Costa Brava, Costa del Sol, Rías Bajas Gallegas, Costa Blanca, ..., por el control sobre instalaciones, servicios y trato a los clientes y por el desarrollo de profesiones turísticas. Nos presentó, además, al sector público intervencionista de la época como proveedor de numerosos servicios turísticos a través del INI (Instituto Nacional de Industria) –además de la Red de Paradores y Albergues de Turismo, operativa desde 1929-.

Por su parte, la red de transportes debía mejorar y también los servicios. La red experimentó algún avance, claramente insuficiente. Hubo un protagonista en el acercamiento de España a muchos turistas en este periodo y más todavía en décadas posteriores, el transporte aéreo, que incrementa su preeminencia gracias a los vuelos

chárter. En cuanto a otros medios de transporte, surgieron empresas públicas y privadas para cubrir las diferentes necesidades de transporte turístico.

En 1973, España recibió más de 34 millones de turistas, y los ingresos por turismo ascendieron a más de tres mil millones de dólares. En esta etapa, los ingresos por turismo cubrieron entre el 75% y el 100% del déficit de la balanza comercial. El turismo era, además, uno de los principales impulsores de un sector básico para la economía española en la época: la construcción. En ese momento terminaba una etapa de crecimiento notable y sostenido desde los primeros años sesenta. España se había convertido en una potencia turística mundial y, a pesar de contar con un Estado intervencionista en la vida económica del país, lo cierto es que la iniciativa privada protagonizó el desarrollo del sector turístico en España, a diferencia de lo acontecido en otras actividades productivas.

Hacia 1975, la delicada situación política que vive España impulsa a las autoridades a intentar impedir que la población experimente con toda su crudeza los efectos de la crisis -desatada fundamentalmente por el espectacular incremento de los precios del petróleo y de algunas materias primas- utilizándose para ello políticas económicas de nefastas consecuencias. Los mercados emisores de turistas hacia España habían acusado ya los efectos de ese hecho y otras turbulencias. Todos acabarían implicados por la inestabilidad internacional pero para España es un momento especialmente difícil, quizás el periodo más agitado de la segunda mitad del siglo XX.

El turismo no va a mantenerse al margen de esta coyuntura de crisis económica y política, cuyos principales rasgos desde la perspectiva turística se resumirían al plantear un panorama de inestabilidad en la administración turística, con numerosos ministros responsables de diferentes ministerios. La crisis sitúa la cobertura del déficit comercial por parte del turismo tan sólo en un 50% -a pesar del crecimiento de los ingresos por turismo, las importaciones crecieron aún más deprisa-, retrae la inversión pública y privada en infraestructuras y promoción turística, se producen quiebras en el sector turístico nacional e internacional, atentados terroristas, algunos de ellos contra intereses turísticos, descenso generalizado del turismo, en especial del norteamericano a Europa, además de una espiral inflacionista y generalización del desempleo. La segunda crisis del petróleo, en 1979, provocó nuevos desequilibrios en un panorama que no se había

visto suficientemente alterado por el intento de ajuste económico de los Pactos de la Moncloa en 1977.

El modelo turístico del periodo es la consolidación del perfilado en la etapa anterior, turismo familiar de sol y playa altamente concentrado en oferta (seis provincias acaparan más del 80% de las pernoctaciones de extranjeros) y demanda (alemanes y británicos representan más del 50% del gasto total, siendo protagonistas de dicho gasto los turistas europeos que acaparan hasta el 90% del gasto). Por otra parte, en este periodo el turismo sigue teniendo especial trascendencia en la economía española, aún más considerando los devastadores efectos de la crisis en sectores productivos industriales, pero España sigue primando la obtención de divisas captando cada vez mayor número de turistas, sin considerar los efectos negativos de la masificación de ciertos destinos.

El turismo ya puede considerarse un servicio de primera necesidad, sustituyendo anteriores conceptos que lo relacionaban con el lujo y, como consecuencia de la crisis económica, los turistas acuden relativamente más a destinos cercanos y tradicionales que a lugares lejanos y exóticos, tendencia que parecía imponerse poco tiempo antes.

Es un periodo menos prolífico en legislación turística, si exceptuamos los efectos de la formación del Estado Autonómico y las correspondientes transferencias en materia turística. No hay que olvidar que en 1979 se autoriza la práctica libertad de precios hoteleros y los precios se disparan. En el ámbito internacional, la decisión de USA de desregular el tráfico aéreo en su territorio para favorecer la competencia tendrá unas consecuencias muy importantes para el sector turístico y permitirá la consolidación de España como primer destino mundial de tráfico chárter, al desaparecer prácticamente las diferencias en tarifas de vuelos chárter y regulares.

Madrid se convierte en la sede de la OMT (Organización Mundial de Turismo) en 1975 y en 1979, recién estrenados los ayuntamientos democráticos, se crea la institución ferial de Madrid (IFEMA), financiada por la Comunidad de Madrid, el Ayuntamiento y la Cámara de Comercio, siendo una de sus primeras ferias FITUR, inaugurada en 1981, que se convertiría en una de las principales del mundo en el ámbito turístico. Se dan los primeros pasos en el asociacionismo turístico. Poco después, en 1983, de acuerdo con la

creciente importancia del sector turístico en la actividad económica española, la CEOE (Confederación Española de Organizaciones Empresariales) creó lo que hoy es el Consejo de Turismo como lugar de encuentro para los diferentes subsectores turísticos privados y para defender sus intereses conjuntos. España se prepara para importantes acontecimientos que atraerán visitantes a nuestro país; el mundial de fútbol en 1982, la presentación de las candidaturas de Barcelona (1981) y Sevilla (1982) para los sendos acontecimientos del 92.

La transición política que vive España en plena crisis económica no impide que el ejercicio de 1981 sea histórico desde el punto de vista turístico, ya que se alcanza, por primera vez en la historia, la cifra mítica de 40 millones de visitantes. Cuando el PSOE accede al gobierno en 1982, el sector turístico había alterado su composición. El número de establecimientos hoteleros apenas había variado desde los primeros años 70, pero había crecido mucho la oferta turística extrahotelera, acercando también a los españoles a las playas del Mediterráneo y las islas. Algunos destinos habían decaído, mientras que otros se reforzaban. Habían consolidado su liderazgo algunas cadenas hoteleras y de viajes, España ya no era solamente receptora de turistas, sino también emisora. Los primeros años 80 traen la aprobación del Estatuto de los Trabajadores y la consiguiente reforma laboral que supuso un importantísimo hito para el sector turístico, en especial el Real Decreto 2.014/82 que recogía la contratación de trabajadores fijos discontinuos.

Desde un punto de vista macroeconómico, tiene lugar por fin el muy aplazado ajuste y se produce la corrección de buena parte de los principales desequilibrios de la economía española, por lo que a mediados de los ochenta los ingresos por turismo vuelven a niveles históricos en términos de cobertura del déficit comercial. La etapa finaliza con la firma en Madrid, en verano de 1985, del Acta de Adhesión de España a la CE.

Los años centrales de la década de los ochenta se caracterizan por el incremento de nuevo de las cifras del turismo español que supera los 50 millones de visitantes en 1987, obteniéndose casi 15.000 millones de dólares de ingresos por turismo. Surgieron algunas líneas aéreas privadas en España que sobrevivieron pocos años. A pesar de cierta conflictividad laboral (huelga general en diciembre de 1988), el ejercicio de 1989 –entrada de la peseta en el SME (Sistema Monetario Europeo)- cierra con 54 millones de visitantes.

En ese periodo se produce la privatización de las empresas turísticas expropiadas a Rumasa en 1983, lo que supone el fortalecimiento de algunas empresas turísticas españolas como las de las familias Escarrer, Pascual y Gaspart. Asimismo, el INI protagoniza algunas privatizaciones y se producen importantes reconversiones empresariales.

También se produce el surgimiento del turismo social a través del INSERSO (Instituto Nacional de Servicios Sociales) en 1985, intensificando su actividad en la década de los noventa, especialmente a partir del momento en que el programa de vacaciones para la tercera edad pasa a ser gestionado por el IMSERSO (Instituto de Migraciones y Servicios Sociales), incluyendo actividades del Instituto de Migraciones. Ello permite paliar el problema de la estacionalidad de muchos destinos turísticos, consiguiendo importantes beneficios para los mismos y para el conjunto de la economía nacional. Por otro lado, las numerosas compañías aéreas españolas surgidas en los años ochenta sufren una inmediata reestructuración en el sector. Solamente Spanair y Air Europa continúan operando hoy. Ambas comenzaron a realizar vuelos regulares con la liberalización del tráfico regular a mediados de los noventa.

Es un periodo convulso desde una perspectiva internacional –perestroika, Tiananmen, caída del muro de Berlín, invasión de Kuwait, guerra del Golfo- pero el proceso de integración europea avanza hasta la firma del Tratado de Maastricht en diciembre de 1991. En ese ejercicio se produce un descenso en el número de turistas (52 millones) pero los ingresos por turismo siguen creciendo. En 1992, España celebra los JJ.OO. en Barcelona y la Expo de Sevilla, lo que permite mantener al alza las cifras del turismo. Es el final de una etapa claramente expansiva.

Entre 1993 y 1996 el sector turístico español vive momentos de gran incertidumbre. El incipiente mercado emisor doméstico sufre un revés a causa de la crisis mientras que el comportamiento del turismo receptivo va mejorando paulatinamente, lo que prueba que España como destino turístico no es de los más afectados por el ciclo económico negativo que vive la industria mundial de viajes. Es más, podríamos hablar de definitiva consolidación como destino turístico. La inestabilidad de los destinos competidores naturales ayuda a entender el proceso de consolidación del destino España. Una buena relación calidad-precio y razonables estándares de calidad y servicio para los mercados

emisores, fundamentalmente europeos, así como una percepción de estabilidad y confianza, facilitan el turismo de repetición.

No obstante, hasta el año 1997 el segmento que más intensamente sufre la crisis es el turismo de negocios, ya que el conflicto del Golfo llevará a las compañías a recortar de forma notable el gasto en viajes de sus ejecutivos.

A partir de 1996, a pesar de la crisis asiática de 1997 y su traslación a América Latina, donde España tiene importantes intereses, el turismo en España vive un destacado desarrollo que afecta tanto al turismo emisor como al receptivo. El turismo ya representa más del 10% del PIB de acuerdo con las estadísticas oficiales.

2.1.2.2. El sector turístico español en la actualidad. Especial referencia al sector hostelero.

La información que contienen los cuadros 2.1, 2.2 y 2.3 permite establecer una aproximación a la importancia de España, desde el punto de vista turístico, en el contexto económico internacional. En ellos, podemos observar la posición relevante que ocupa como territorio receptor de turistas y cómo ha evolucionado en el último medio siglo dicha posición referida a las llegadas turísticas (Cuadro 2.1). España entra a formar parte del grupo de los cinco países más importantes como destino turístico en la década de los setenta, y no abandona dicha posición desde entonces, escalando puestos en dirección ascendente para situarse como segundo país, solamente superado por Francia, en el *ranking* correspondiente al ejercicio 1999. En dicha posición permanece en 2002.

Cuadro 2.1.

Principales destinos turísticos del mundo por llegadas turísticas

	1950	Cuota Mundial	1970	Cuota Mundial	1990	Cuota Mundial	1999	Cuota Mundial
1	Estados Unidos		Italia		Francia		Francia	
2	Canadá		Canadá		Estados Unidos		España	
3	Italia	71%	Francia	43%	España	38%	Estados Unidos	36%
4	Francia		España		Italia		Italia	
5	Suiza		Estados Unidos		Hungría		China	
6	Irlanda		Austria		Austria		Reino Unido	
7	Austria		Alemania		China		Canadá	
8	España	17%	Suiza	22%	México	19%	México	16%
9	Alemania		Yugoslavia		Alemania		Polonia	
10	Reino Unido		Reino Unido		Canadá		Austria	
11	Noruega		Hungría		Suiza		Federación Rusia	
12	Argentina		Checoslovaquia		Reino Unido		Alemania	
13	México	9%	Bélgica	10%	Grecia	10%	Rep. Checa	11%
14	Países Bajos		Bulgaria		Portugal		Hungría	
15	Dinamarca		Rumanía		Malasia		Portugal	
	Otros	3%	Otros	25%	Otros	33%	Otros	37%
Total	25,3 millones		165,8 millones		458,2 millones		666,3 millones	

Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT), 2000.

En otro orden de cosas, el Cuadro 2.1 nos permite constatar una tendencia a la menor concentración en muy pocos países del flujo turístico receptor, ya que partiendo de una concentración del 71 por ciento de las llegadas turísticas en los cinco primeros destinos, que era el panorama ofrecido en la década de los cincuenta, los años noventa concluyen con un claro descenso en la cuota mundial de los países que se clasifican en las primeras posiciones, registrándose un porcentaje del 36 por ciento para el conjunto de los cinco primeros frente al 43 por ciento de los años setenta y el 38 por ciento de los primeros noventa, con una clara tendencia a la amplia diversificación de los destinos. Esto significa que el número de destinos competidores se incrementa y que, además, es una realidad manifiesta desde la década de los setenta que ha ido consolidándose paulatinamente, por lo que los países que llevan décadas ocupando las primeras posiciones no deberían desatender este fenómeno y los retos que se les están plantando para mantenerse como líderes, si bien es cierto que los destinos emergentes tienden a ser más vulnerables que los destinos consolidados por su relación con el clima político y económico y su repercusión en los mercados emisores.

Por su parte, el cuadro 2.2 confirma esa segunda posición que España detenta como receptora de turistas si analizamos las llegadas de turistas internacionales, registrándose a partir de la información disponible en las estadísticas de la OMT en julio de 2003 incrementos del 3,3 por ciento de 2000 a 2001 y del 4,4 por ciento entre 2001 y 2002, lo que le permite alcanzar una cuota de mercado del 7,1 por ciento mundial.

Cuadro 2.2.

Los 15 principales destinos turísticos del mundo

Rango	País	Llegadas de turistas internacionales (millones)			% variación		Cuota de mercado
2002		2000	2001	2002	2001/2000	2002/2001	2001
1	Francia	75.6	76.5	76.7	1.2%	0.3%	11.0
2	España	47.9	49.5	51.7	3.3%	4.4%	7.1
3	EE.UU.	50.9	45.5	41.9	-10.6%	-7.9%	6.6
4	Italia	41.2	39.0	39.8	-5.3%	2.1%	5.6
5	China	31.2	33.2	36.8	6.4%	10.8%	4.8
6	Reino Unido	25.2	23.4	23.9	-7.1%	2.1%	3.4
7[3]	Federación Rusa	21.2	-	-	-	-	-
8	Canadá	19.7	19.7	20.0	0.0%	1.5%	2.8
9	México	20.6	19.8	19.7	-3.9%	-0.5%	2.9
10	Austria	18.0	18.2	18.6	1.1%	2.2%	2.6
11	Alemania	19.0	17.9	18.0	-5.8%	0.6%	2.6
12	Hong Kong (China)	13.1	13.7	16.6	4.6%	21.2%	2.0
13	Hungría	15.6	15.3	15.9	-1.9%	3.9%	2.2
14	Polonia	17.4	15.0	14.0	-13.8%	-6.7%	2.2
15[4]	Malasia	10.2	12.8	13.3	25.5%	3.9%	1,8

Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT), 2003.

La información facilitada por el cuadro 2.3 hace referencia a la clasificación de los principales países considerando los ingresos por turismo internacional registrados. Desde este punto de vista, España confirma su segunda posición en 2001[5]. No sucedía así, sin embargo, en 1998, ya que en aquel ejercicio ocupaba el cuarto puesto y era superada por sus competidores más cercanos, Francia e Italia, aunque con una ligera diferencia. Frente al retroceso de éstos, el crecimiento de los ingresos por turismo internacional para España en el bienio 2000-2001 ha alcanzando una cifra que ronda el 4,5 por ciento y una cuota de mercado del 7,1 por ciento, a bastante distancia del país

[3] Para la Federación Rusa no se dispone de información en 2001 y 2002.
[4] Hasta el año 2000 la posición decimoquinta correspondía a Grecia, con 13.1 millones de visitantes. No se dispone de información para ejercicios posteriores.
[5] La Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE) apunta que en 2002 España sigue manteniendo esa segunda posición lo que hace que se erija como "el segundo país del globo" en el ranking mundial del turismo.

que se sitúa en primer lugar en esta clasificación, Estados Unidos, cuya cuota supera en más del doble a la española.

Cuadro 2.3.

Los 15 países con mayores ingresos por turismo del mundo					
Rango	País	Ingresos por turismo internacional (miles de millones de $EE.UU.)		% variación	Cuota de mercado
2001		2000	2001	2001/2000	2001
1	Estados Unidos	82.0	72.3	-11.9	15.6
2	España	31.5	32,9	4.5	7.1
3	Francia	30.7	29.6	-3.7	6.4
4	Italia	27.5	25.9	-5.7	5.6
5	China	16.2	17.8	9.7	3.8
6	Alemania	17.9	17.2	-3.7	3.7
7	Reino Unido	19.5	15.9	-18.8	3.4
8	Austria	10.0	12.0	19.7	2.6
9	Canadá	10.7	-	-	-
10	Grecia	9.2	-	-	-
11	Turquía	7.6	8.9	17.0	1.9
12	México	8.3	8.4	1.3	1.8
13	Hong Kong (China)	7.9	8.2	4.5	1.8
14	Australia	8.0	7.6	-4.8	1.6
15	Suiza	7.5	7.6	1.6	1.6

Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT), 2002

Todo ello contribuye a constatar el buen comportamiento que demuestra la actividad turística en España en los últimos años, a pesar de los cambios registrados en la coyuntura económica nacional e internacional. A mediados de 2003, la Secretaría de Estado de Comercio y Turismo confirmaba esta realidad, poniendo de manifiesto que el sector turístico se ha convertido en el primero de la economía española, con una aportación al Producto Interior Bruto (PIB) del 12,1% y con la creación del 10% de los puestos de trabajo que hay en el país. Barajando datos correspondientes al ejercicio de 2002[6]; el turismo creció un 3,3%, hasta alcanzar los 51,7 millones de turistas y plantea favorables previsiones para 2003.

[6] Según la Cuenta Satélite del Turismo, elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el turismo proporciona en España el 10,1% de los empleos y supone el 12,1% del PIB en 1999. Según el Boletín Informativo del Instituto Nacional de Estadística en su informe "El turismo en 2002", España es una de las primeras potencias turísticas mundiales ya que se configura el segundo destino en número de visitantes, después de Francia y el segundo país, de nuevo, en cuanto ingresos por turismo, por detrás de Estados Unidos, con un crecimiento importante en ambos aspectos en los últimos años.

Los ingresos por turismo se sitúan en 37.000 millones de euros en 2002 (CEOE, 2003), casi duplicando la cifra de 1995, con claras implicaciones sobre el sector exterior ya que el turismo se ha constituido como actividad compensadora del desequilibrio exterior crónico de la economía española, en particular por su positivo efecto en la balanza por cuenta corriente, negativamente afectada por un endémico desequilibrio comercial. Ya en 1965, los ingresos por turismo compensaban más de la mitad del déficit comercial. En 1997 llegaron a suponer más del doble del saldo negativo, momento a partir del cual se fue rebajando su participación hasta suponer en torno a un 80% en 2000.

Desde el punto de vista de la inversión en el exterior, el sector turístico español ha sabido aprovechar los conocimientos y la experiencia acumulada en España y ha comenzado a extender a terceros países sus inversiones y actividades. El crecimiento en el exterior durante los últimos años ha sido imparable. En particular la década de los noventa y los primeros años del siglo XXI presentan un panorama de creciente internacionalización de la actividad turística española. Tan sólo en el periodo comprendido entre 1993 y 1997, la inversión turística en terceros países se duplicó, siendo sin duda las cadenas hoteleras las mayores impulsoras del fenómeno.

El análisis de la situación actual del sector nos conduce a un panorama esperanzador, aunque sin duda marcado por los efectos de la desaceleración económica y de los ataques terroristas del 11 de septiembre, cuya repercusión todavía se acusa en un sector sensible a este tipo de circunstancias.

El ejercicio de 2000 fue excelente para el sector turístico. La situación económica era muy favorable en todo el mundo, por lo que el sector turístico mundial experimentó un importante crecimiento. Sin embargo, 2001 no fue un mal ejercicio turístico a pesar de mostrar un continuo deterioro de las condiciones económicas –profundas caídas de las cotizaciones bursátiles, muy especialmente en lo que a la llamada Nueva Economía se refiere, pérdida de confianza consiguiente de consumidores y empresas, revisión a la baja de las previsiones de crecimiento por parte de los principales organismos económicos internacionales, ...- para cerrar el año con los acontecimientos del 11 de septiembre y su negativa repercusión económica, que afectó significativamente al sector turístico internacional. 2002 se iniciaba con expectativas muy desfavorables para el

sector turístico, sin duda bajo los efectos perniciosos de la desaceleración económica y la sensación de temor e incertidumbre respecto a los diferentes conflictos desatados por los ataques a las Torres Gemelas de Nueva York.

A juicio de la OMT (2002) sería difícil encontrar en los últimos decenios una crisis de confianza comparable a la que sacudió al mundo en 2001. El tráfico aéreo internacional de pasajeros se vio especialmente afectado, y su disminución tuvo repercusiones considerables para el sector hotelero y las redes de distribución. Sin embargo, a pesar de atravesar momentos especialmente delicados, el año 2002, con excepciones en las regiones políticamente inestables, se cerró con un panorama mundial de recuperación y crecimiento de la actividad turística, y para el caso español, con resultados turísticos más favorables de lo esperado, lo que dio pie a rechazar por parte del sector turístico el cuestionamiento del modelo turístico español como si ya estuviera agotado o en vías de estarlo (Martínez Millán, 2002) así como a afirmar que España es un destino refugio en situaciones de crisis (Mazars, 2002). Los datos disponibles para el primer semestre de 2003 apuntan en idéntica dirección, registrándose un incremento en el número de visitantes extranjeros a España del 2,8%.

Se ha avanzado en la desestacionalización y se ha producido una notable desconcentración geográfica de la actividad. El crecimiento más dinámico del sector viene representado por los destinos de interior y la cornisa cantábrica. Los ejercicios de 2001 y 2002, sin duda muy difíciles para el turismo internacional, han confirmado que España no sólo crece turísticamente cuando se viven etapas muy expansivas en el turismo internacional, sino también cuando se atraviesan periodos de incertidumbre, situando la tasa de crecimiento española por encima del 2% en 2002 (CEOE, 2003).

Se ha producido una reestructuración de la planta hotelera de tal modo que en 1995 aproximadamente el 20% de las camas ofertadas pertenecían a establecimientos de cuatro y cinco estrellas mientras en 2002 la cifra alcanza el 30%.

En España, la oferta turística ha venido concentrándose en el turismo llamado de "sol y playa". Sin embargo, en los últimos años asistimos a un panorama diferente del tradicional. La demanda impone una mayor diversificación de la oferta que ha sido favorablemente acogida por el sector turístico. España presenta un perfil de atractivos

turísticos que van más allá de su extenso litoral, con numerosos enclaves de interés tanto cultural como natural, que posibilitan la diversificación de la oferta. Al tiempo, la demanda ha avanzado en sus exigencias de calidad, forzando al sector a adecuarse a dichas exigencias. Mientras asistimos a los primeros síntomas de esa transformación, el sector turístico español sigue presentando una excesiva dependencia de los turistas alemanes y británicos y del segmento de sol y playa que es comercializado básicamente por grandes operadores turísticos y que es el producto más fácil de replicar por otros destinos.

La falta de diversificación suficiente de la oferta es todavía un serio problema del sector español que, unido a la relativa concentración de los mercados emisores, son motivo de seria preocupación y reflexión para todo el sector. La apuesta por la diversificación hacia otros productos turísticos es un gran reto para el sector, sin abandonar el producto de sol y playa, que se ha venido mostrando como fuertemente competitivo, en un momento en que el sector se encuentra bien capitalizado por la bonanza de los cinco o seis años anteriores al crítico ejercicio de 2001 (Mazars, 2002).

La calidad medioambiental se conforma como un requisito imprescindible y cada vez más valorado por los turistas, lo que obliga a desarrollar políticas y actuaciones de protección del entorno, sobre todo en los lugares más masificados, sin descuidar la protección del conjunto de activos de naturaleza existentes. En general, en un entorno internacional cada vez más competitivo, la calidad se convierte en un elemento clave de competencia en un ámbito en el que el precio no es el único factor determinante en la elección de un destino turístico. También en ese terreno se han registrado avances como la aprobación del Plan de Calidad Turística, que cuenta con varias fases que cubren el periodo 1996-2001, la creación en 2000 del ICTE (Instituto para la Calidad Turística Española), que denotan una clara apuesta por la calidad desde la Administración Española, con la complicidad del conjunto del sector turístico español.

Abundando en el sucinto análisis de las bases de la competitividad de turismo español, la importancia de la formación para mejorar el capital humano del sector y la apuesta por las nuevas tecnologías son claves en la mejora del servicio turístico y contribuyen a la fidelización del cliente. En opinión de Figuerola (1999), un elemento indicativo de

mejoras en la productividad del sector viene de la mano de la incorporación de factores productivos que introducen mejoras tecnológicas importantes.

El turismo, desde que se convierte en un fenómeno de masas, ha dado muestras de una enorme capacidad para hacer frente a los problemas que se han presentado. Catástrofes naturales, crisis económicas, conflictos bélicos, terrorismo y otras vicisitudes han generado una capacidad de adaptación y crecimiento superiores a otras ramas de actividad (Martínez Millán, 2003). Para el futuro, las previsiones de la OMT para 2020, cifran el crecimiento medio anual en el 4%, superior a la media del crecimiento económico mundial de los últimos veinte años, por lo que se pronostica un prometedor futuro para el sector turístico.

BIBLIOTECA VIRTUAL

España, manteniendo una cuota de mercado que se acerca al 8% del turismo mundial, representaría una décima parte de la riqueza que se genera en el mundo por este concepto. Durante los últimos años, España ha venido ganando importancia como destino turístico internacional, tanto por los ingresos generados como por la entrada de visitantes, convirtiendo al sector turístico en uno de los más dinámicos e innovadores de nuestro tejido empresarial.

En palabras de la Secretaría General de Turismo[7] (CEOE, 2001) "la actividad turística se ha convertido en un motor fundamental de la economía española.....A su elevada aportación a la creación de renta, riqueza y empleo, y su carácter de sector equilibrador de la balanza de pagos, se une el hecho de generar importantes efectos dinamizadores, aún en épocas de crisis, en otros sectores económicos, debido a su carácter multisectorial y a no acusar las fuertes recesiones de otros sectores en los ciclos depresivos de la economía....Se constituye, por tanto, el turismo como un importante medio de desarrollo económico y social, en un factor más para la cohesión y el crecimiento equilibrado de todo el territorio".

Del conjunto de actividades que componen el sector turístico, España como país receptor neto se ha especializado en la gestión y desarrollo de la oferta de alojamiento, así como la potenciación de toda una serie de actividades comerciales y de

[7] La expresión procede del Plan Marco de Competitividad del Turismo Español 1996-1999, TURESPAÑA. Secretaría General de Turismo. Ministerio de Economía.

entretenimiento vinculadas a la misma y orientadas a satisfacer las necesidades de los visitantes, convirtiendo numerosos puntos de la geografía española en importantes destinos turísticos mundiales.

De acuerdo con el informe publicado por la FEH (Federación Española de Hoteles) en 2000, el valor de la producción del sector hotelero español en dicho ejercicio representaba el 1,42 por ciento del PIB.

En cuanto a la participación de los servicios de hotelería y restauración en el valor añadido total de la producción española, el sector supuso en 1997 el 8,4 por ciento de la misma, con tendencia claramente alcista tanto en términos nominales como reales (Martínez Serrano y Picazo, 2001).

Según el INE (2002), dentro del turismo el alojamiento supone en torno al 23 por ciento de los ingresos por turismo. En concreto, en España, los alojamientos turísticos emplean a más de 196.000 personas, de las cuales 154.000 se concentran en los hoteles. En Canarias, más de 42.000 personas trabajan en alojamientos turísticos y casi 30.000 personas en Baleares.

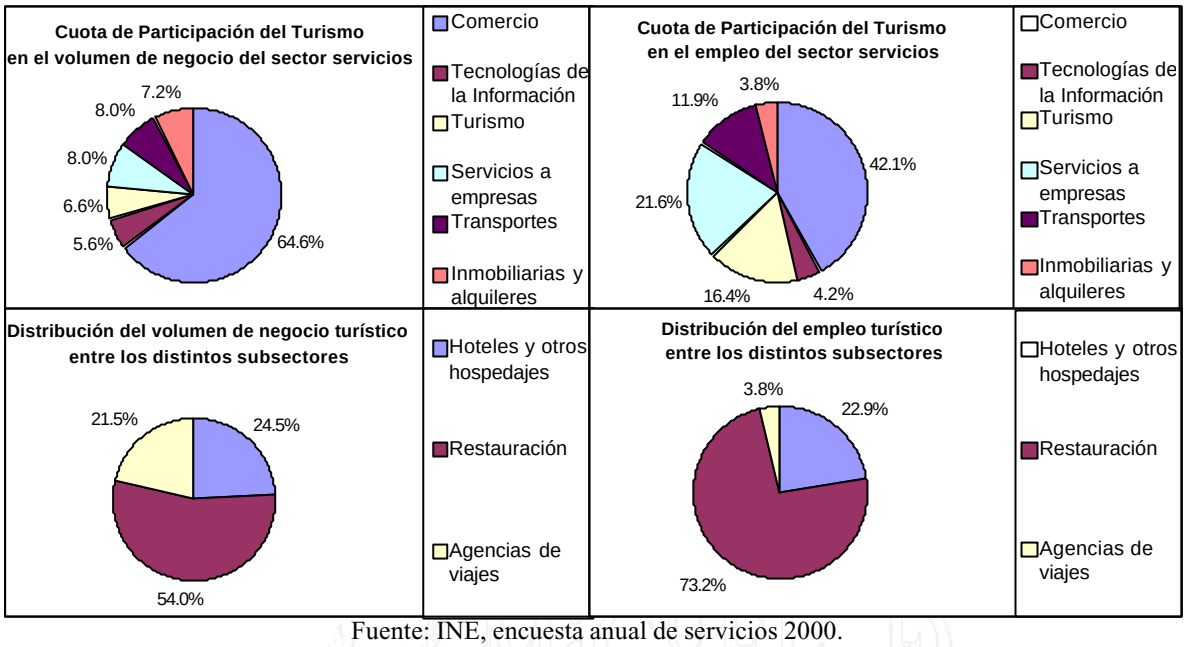
Cuadro 2.4.

Los hoteles en la UE en 2001			
Países	**Plazas (miles)**	**Hoteles (miles)**	**Tamaño medio**
Italia	1.891	33,4	56,6
Alemania	1.603	38,5	41,6
España	1.333	16,3	81,8
Francia	1.201	19,3	62,2
Reino Unido*	1.191	50,5	23,6
Grecia	608	8,3	72,8
Austria	587	15,3	38,4
Portugal	229	1,8	128,4
Suecia	195	2,0	98,5
Países Bajos	174	2,9	61,0
Irlanda	140	5,2	26,7
Bélgica	123	2,0	60,2
Finlandia	118	1,0	119,8
Dinamarca	64	0,5	134,7
Luxemburgo	14	0,3	45,4

*Datos año 2000.

Fuente: Eurostat, citado por INE, 2003.

Gráfico 2.1.



Fuente: INE, encuesta anual de servicios 2000.

Dentro de la actividad de los servicios en España el turismo representa el 6,6 por ciento del volumen de negocio y el 16,4 por ciento del empleo (Gráfico 2.1). El INE considera tres subsectores dentro del sector turístico, *Hoteles y otros hospedajes, Restauración y Agencias de viajes*. A la *Restauración* corresponde la máxima participación tanto en el volumen de negocio como en el empleo turístico en 2000. De acuerdo con estas cifras la hostelería (que integra *Hoteles y otros hospedajes* y *Restauración*) supone la aportación más notable al conjunto de la actividad turística.

La indiscutible orientación turística de nuestro país viene compensando el declive de otras actividades económicas en algunas zonas de la geografía española, ante la pérdida de competitividad de otras actividades del tejido productivo. En ese sentido la conquista de cuotas de mercado en otros países por medio de la deslocalización de la producción hotelera española a escala internacional, la más afectada por el proceso, alcanzando posiciones de relevancia en nuevos destinos turísticos, se conforma como una de las vías principales para garantizar la competitividad interna y externa de las empresas turísticas españolas y confiere a la internacionalización del sector hotelero un papel estratégico entre los objetivos de la política económica nacional (Ramón, 2002b).

Todo lo anterior sugiere para el sector turístico español el disfrute de una razonable posición competitiva que, sin embargo, no debería darse por consolidada. Las

condiciones del entorno evolucionan a gran velocidad y es necesario adaptarse a un escenario globalizado y dinámico, donde las estrategias de crecimiento e internacionalización van a ser claves en el aprovechamiento de las nuevas oportunidades. En este contexto, los apoyos que reciba el sector son esenciales, tanto más cuanto se trate de fuentes de financiación, tradicionales o novedosas, que permitan un diseño racional de las estrategias de expansión.

Si se trata de incrementar la presencia física de las empresas españolas en los mercados, las PYME se hallan aparentemente en una situación de desventaja frente a los grandes grupos empresariales y multinacionales, por lo que en el nuevo entorno cabe esperar una mejora de su capacidad competitiva por la vía de asociaciones o alianzas con otras empresas. Por su parte, las nuevas tecnologías ofrecen ventajas a través de la especialización para atender a los diferentes segmentos de demanda.

El aspecto financiero no podía constituir una excepción a esa realidad del sector por lo que nos hemos obligado, en atención a la disponibilidad de la información y su deseable homogeneidad, y aún a riesgo de proporcionar una visión menos global de la financiación turística, a recurrir a determinados epígrafes de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) y a los datos que, de acuerdo con dicha clasificación que con el tiempo ha sufrido alteraciones y actualizaciones, están registrados en la Central de Información de Riesgos (CIR) del Banco de España.

A pesar de ello, a lo largo del periodo estudiado encontramos diferencias metodológicas en la recogida y tratamiento de la información en distintos momentos por parte de la Central que nos han permitido orientar y hacer evolucionar este estudio de acuerdo con la disponibilidad de datos existente para cada periodo.

En definitiva, en este capítulo aspiramos a conseguir proporcionar una visión adecuada de la financiación del sector turístico español, en especial la de carácter crediticio de origen privado, analizando asimismo las principales vías por las que han obtenido sus recursos financieros las empresas hosteleras españolas.

En cualquier caso, si bien este trabajo se centrará en el análisis de la financiación de una parte de las empresas turísticas, las hoteleras ya internacionalizadas, también hará referencia a otras realidades financieras en el sector turístico, en particular las que afectan al subsector hostelero y hotelero, como genuinos representantes de la potenciación internacional del *know how* turístico español.

2.1.3. La financiación de la actividad hostelera: aspectos generales.

La financiación de una empresa consiste, tal y como se ha apuntado, en la obtención de recursos o medios de pago que se destinan a la adquisición de la estructura fija o circulante, o de los bienes de capital que la empresa exige para el logro de sus objetivos. La estructura financiera de la empresa distingue las fuentes u origen de los recursos que utiliza (pasivo) y los empleos o aplicaciones de los medios económicos (activo).

En general, las características particulares de cada empresa, su actividad o las peculiaridades del sector o rama de actividad en los que se enmarque, condicionan de forma determinante la distribución de los empleos o inversiones. La actividad financiera de la empresa cuenta con dos vías diferentes para la financiación del gasto: los recursos propios y los recursos ajenos. Reviste especial importancia el papel de los mercados y de los intermediarios financieros, pues permiten el contacto entre prestatarios y prestamistas, adecuándose a las necesidades de financiación de las empresas, consiguiendo que las unidades de gasto superavitarias trasladen el exceso de recursos a las unidades de gasto deficitarias, necesitadas de dichos recursos, favoreciendo el proceso de financiación empresarial.

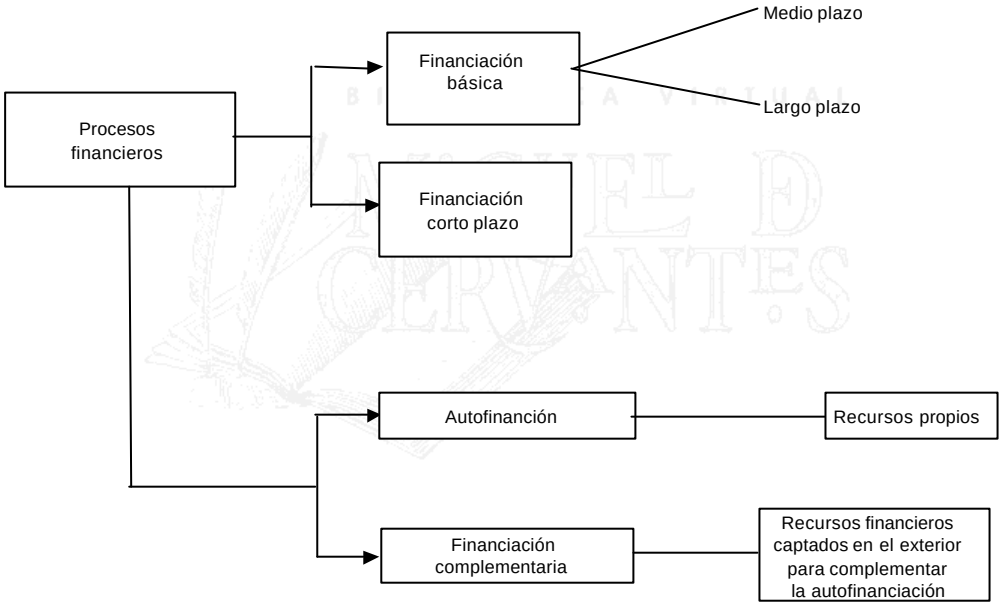
En el ámbito de las empresas turísticas las necesidades financieras tienden a incrementarse debido a la propia naturaleza de las inversiones a las que aquéllas deben enfrentarse en la actualidad. Al estudio de esas necesidades y su satisfacción a través de algunos agentes destacados, dedicaremos este trabajo.

En la actualidad, la definición de la estructura financiera es uno de los más relevantes objetivos del diseño empresarial. La estructura financiera de la empresa parte del concepto de *financiación básica*, que se define como el conjunto de los medios

obtenidos por la empresa y destinados, en general, a financiar el activo permanente y a cubrir un margen razonable de capital circulante. Puede definirse también como el conjunto de los recursos a medio y largo plazo que incluyen tanto los recursos propios como los ajenos, y cuyo vencimiento es superior al periodo establecido como corto plazo.

Figura 2.1.

Estructura financiera de la empresa



Fuente: elaboración propia.

El protagonismo de la financiación bancaria en el conjunto de los sectores económicos en España no es una realidad ajena al sector turístico, que comparte esta tendencia generalizada frente a otras alternativas de financiación.

Además, podemos afirmar que el sector turístico no se ha visto inmerso en los recientes procesos de innovación financiera. Estos procesos constituyen uno de los fenómenos más relevantes en el panorama empresarial mundial y esta transformación del escenario financiero internacional no ha afectado con la profundidad que podría esperarse a la financiación turística.

De entre las posibles fuentes de financiación dedicaremos especial atención a la financiación a través de recursos ajenos, dentro de los cuales distinguiremos, de acuerdo con los plazos de endeudamiento, los recursos ajenos a corto plazo (tratando también la parte correspondiente al papel comercial), por un lado, y los recursos ajenos a medio y largo plazo, por otro.

Los recursos financieros a corto plazo más importantes son las deudas con los proveedores. Junto a estos recursos destacan los créditos bancarios a corto plazo. En algunas ocasiones, las deudas que podían haberse contraído por las figuras de financiación anteriores pueden documentarse a través de letras de cambio dando origen a la financiación por el descuento comercial. Asimismo, dentro del marco conceptual de la financiación ajena a corto plazo, cabe mencionar el papel del *factoring* que, no siendo exactamente una forma de financiación, puede resultar asimilable ya que la venta de las cuentas o facturas a cobrar puede constituir un medio de financiar procesos productivos. El *factoring* ha resultado ser un instrumento relevante para su utilización por pequeñas y medianas empresas en sus ventas a organismos públicos. Por una parte, existe la seguridad del cobro –siempre y cuando se trate de la modalidad de *factoring* "sin reclamación" ya que la alternativa llamada "con reclamación" u *old line style* no garantiza el cobro de la totalidad de lo adeudado a la empresa -, pero por otra, el plazo de pago suele ser largo e incierto. No constituye un instrumento básico para la financiación de la empresa turística, tal y como quedará probado en este estudio.

En las grandes empresas se tiende a financiar con recursos ajenos a largo plazo, destacando entre las modalidades más habituales la emisión de obligaciones, aunque la vía más utilizada de financiación a largo plazo en España es el crédito bancario. No es conveniente olvidar la alternativa del *leasing* financiero (Nueno y Pregel, 1997), por la cual el arrendatario o usuario de un bien o propiedad, paga a la sociedad de *leasing* un alquiler por el uso durante la vigencia del contrato y finalizado éste el arrendatario puede optar:

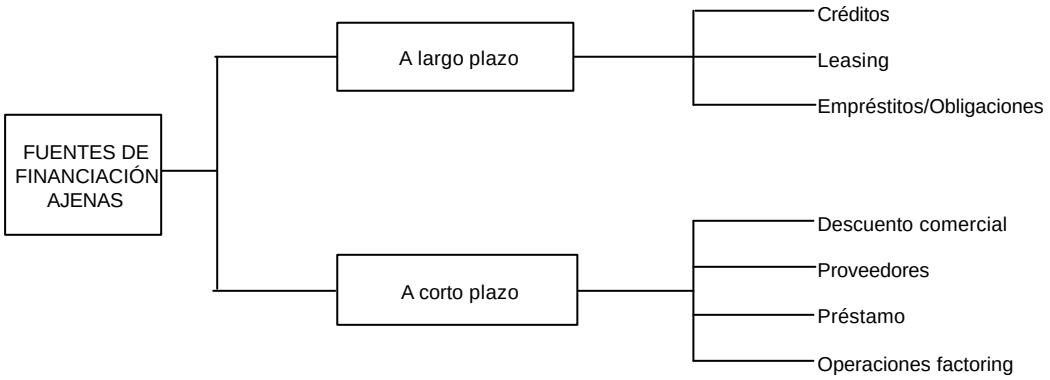
a) por devolver el bien a la sociedad de *leasing.*
b) por establecer una prórroga del contrato.
c) por adquirir el bien utilizado mediante el pago del valor residual previamente acordado entre las partes contratantes.

Las primeras empresas de *leasing* nacen en España en 1965 como entidades financieras, debiendo inscribirse para realizar sus operaciones en un Registro Especial controlado por el Banco de España. A partir de 1990, además de las empresas específicamente dedicadas a esta actividad, también son autorizadas a acceder a la misma las entidades de depósito, bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

En la década de los ochenta la actividad experimentó un importante crecimiento, conformándose como herramienta financiera ajustada a las necesidades de las empresas para modernizar sus equipos. Para las PYME que, en ocasiones, precisan de elementos de activo de elevado coste y sometidos a una rápida obsolescencia, el *leasing* puede resultar una alternativa idónea ante las dificultades que en ocasiones les plantea el acceso a la financiación crediticia a largo plazo. Pero la crisis de los primeros años noventa propició su caída y solamente la recuperación de las ventajas fiscales de las que era beneficiario el instrumento a partir de la Ley de Presupuestos Generales del Estado de 1994 facilitó su recuperación paulatina (Calvo *et al*, 2002).

Figura 2.2.

La financiación ajena de la empresa



Fuente: elaboración propia.

El *leasing* español destaca por su bancarización y constituye una de las consecuencias del fuerte proceso de reestructuración que el sector experimenta en los últimos años y que condujo a la desaparición de bastantes compañías de *leasing*. Esta tendencia puede

mantenerse debido a las exigencias de capital que les impone su transformación, a partir de 1997, en "Establecimientos Financieros de Crédito".

La empresa turística hostelera española recurre a lo largo del tiempo a la financiación intermediada de origen crediticio. Sin embargo, los estudios realizados por Bote (1985; 1996; 2003), Bote *et al* (1986), Mora *et al* (2000), Mora y Such (2001) y Such (2002) coinciden en destacar que la contribución del sistema crediticio al desarrollo turístico español fue y sigue siendo en la actualidad, más bien limitada, lo que quedará evidenciado en este trabajo. Pese a que el turismo representa, desde diversos puntos de vista, una de las actividades más importantes de nuestra economía, la financiación que ha recibido ha sido relativamente escasa. El sector turístico no se ha visto nunca favorecido, quizás por ser considerado una actividad inestable e insegura, con una productividad baja y con dificultades de medición significativas.

El Cuadro 2.5 y el Gráfico 2.2 nos permiten obtener una visión de conjunto de lo acontecido en España, a la hora de valorar la financiación intermediada del sector turístico. El periodo de análisis comprende desde 1966 hasta 2002, correspondiendo la información utilizada a la disponible en la Central de Información de Riesgos (CIR) del Banco de España.

El sector hostelero, a lo largo de todo el periodo, representa una mínima proporción del conjunto de la financiación intermediada en España. Dicha proporción media es del 1,25 por ciento para el periodo estudiado, dato bastante sorprendente si consideramos, entre otras posibles referencias, la aportación del sector turístico al PIB español que ronda el 12 por ciento del mismo en los últimos años del periodo, mientras la cuota de la financiación intermediada destinada al sector hostelero, componente fundamental de la actividad turística, se sitúa en el entorno del 1,7 por ciento para la última parte de dicho periodo.

La literatura económica ofrece distintas respuestas a esta realidad. Es el caso de Aranda (1998) que, al intentar argumentar esa cuestión, plantea el papel desempeñado por las empresas constructoras o por los tour operadores, que pueden explicar la falta de necesidad del sector turístico de financiación crediticia para desarrollarse. La razón que avalaría la participación de las constructoras en la financiación del sector reside en su

vinculación al mismo y su capacidad para vislumbrar la importancia que éste iba adquiriendo con el paso del tiempo en la economía española, por lo que se vincularon a proyectos de construcción de hoteles que les proporcionaban una rentabilidad inmediata debido a la fortaleza de la demanda, junto a la escasez de oferta en el sector.

Cuadro 2.5.

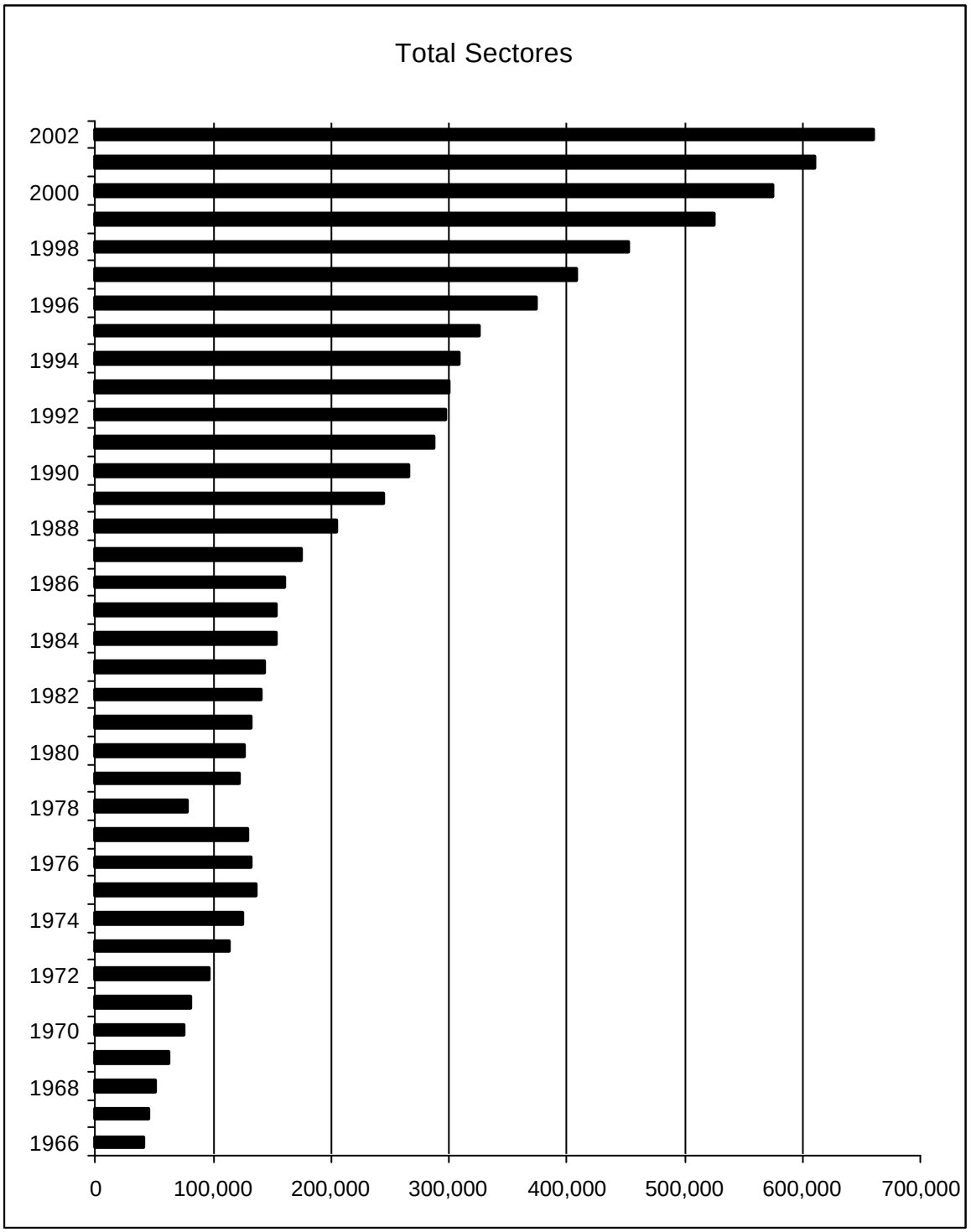
CUOTA DEL SECTOR TURÍSTICO EN EL MERCADO CREDITICIO
(en miles de euros, valores constantes de 1992)

AÑOS	SECTORES ECONÓMICOS	SECTOR TURÍSTICO	%
1966	40,789,039	306,199	0.75
1967	45,284,118	339,112	0.75
1968	51,060,165	552,095	1.08
1969	61,451,162	721,014	1.17
1970	74,688,604	856,530	1.15
1971	80,618,584	1,063,080	1.32
1972	96,467,928	1,380,776	1.43
1973	113,168,916	1,754,247	1.55
1974	124,949,902	2,006,112	1.61
1975	136,155,135	2,042,510	1.50
1976	132,046,595	1,782,665	1.35
1977	128,462,781	1,505,099	1.17
1978	77,762,676	1,334,047	1.72
1979	122,473,752	1,160,242	0.95
1980	126,396,527	1,090,126	0.86
1981	131,403,481	1,095,527	0.83
1982	141,000,036	1,121,076	0.80
1983	142,921,409	1,219,762	0.85
1984	153,656,992	947,554	0.62
1985	153,413,213	1,189,442	0.78
1986	160,902,201	1,619,865	1.01
1987	174,890,663	2,155,148	1.23
1988	204,074,381	2,847,287	1.40
1989	244,502,623	4,072,224	1.67
1990	265,086,726	4,264,128	1.61
1991	287,051,756	4,337,888	1.51
1992	297,375,566	4,436,640	1.49
1993	299,189,316	2,990,678	1.00
1994	308,097,002	3,691,862	1.20
1995	325,881,725	4,228,806	1.30
1996	373,388,709	4,954,129	1.33
1997	407,681,316	5,702,772	1.40
1998	452,805,785	6,686,979	1.48
1999	524,494,581	7,692,453	1.47
2000	575,205,662	8,841,751	1.54
2001	610,439,617	10,022,881	1.64
2002	659,324,803	11,294,216	1.71

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España

Gráfico 2.2.

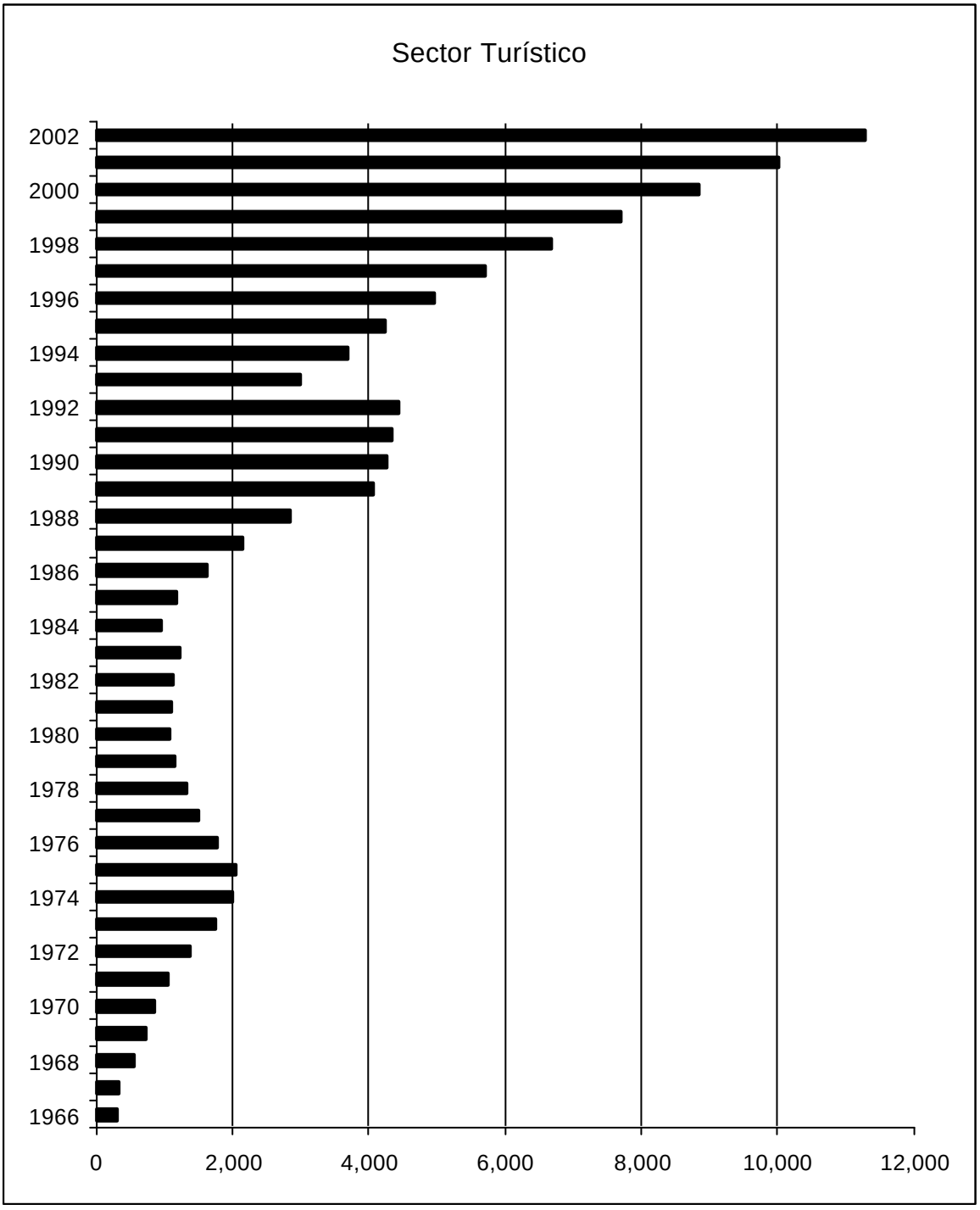
TOTAL DE SECTORES EN EL MERCADO CREDITICIO
(en millones de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2.3.

CUOTA DEL SECTOR TURÍSTICO EN EL MERCADO CREDITICIO
(en millones de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Por su parte, los tour operadores internacionales, muy especialmente los europeos, financiaron la creación de establecimientos hoteleros a cambio de la contrapartida de garantizarse durante largos periodos precios bajos y estables, así como cubrir ciertas cotas de disponibilidad de plazas para atender más cómodamente la demanda creciente de las mismas en España con origen en sus respectivos mercados. Esta situación se habría producido frecuentemente en el caso de la financiación de proyectos turísticos en Baleares y Canarias.

A principios del decenio de los sesenta, la demanda de actividades turísticas en España experimentó un crecimiento espectacular, por lo que los tour operadores internacionales empezaron a observar el fenómeno y la posibilidad de participar directamente en él apoyando proyectos de inversión que surgían al calor de las cifras turísticas. Se plantea la posibilidad de financiar la inversión hotelera, con la seguridad de la recuperación de lo invertido en el corto plazo. Con ello se genera, a su vez, un determinado grado de cautividad de la clientela, creándose una espiral de resultados positivos para todas las partes implicadas en el proceso. Quizás con la excepción de los inversores locales a los que se les impone unos precios, a veces de supervivencia, sin posibilidades de obtener mayores ingresos por la venta de habitaciones (Favieres, 1999).

A partir de 1965 se producen algunos fenómenos con clara repercusión financiera en la actividad turística. El turista que llega a España repite frecuentemente destino por lo que su demanda de alojamiento va a evolucionar en muchos casos desde el alojamiento hotelero hacia la segunda residencia. Así, a partir de los setenta, determinadas zonas turísticas se convierten en colonias inversionistas extranjeras. El incremento de la renta *per cápita* en España, permite a muchos españoles sumarse al fenómeno turístico de una manera activa, lo que contribuye a la diversificación alojativa en ciertos destinos. El alojamiento en el establecimiento hotelero convive cada vez con mayor intensidad con el desarrollo inmobiliario de ciertos destinos, en los que también surge un concepto alojativo que situaríamos entre el hotel y la segunda vivienda, el apartamento turístico con contrato de hospedaje. La inversión en apartamentos turísticos, campings, ciudades de vacaciones y otras modalidades alojativas extrahoteleras genera una rentabilidad a más corto plazo que la inversión hotelera convencional y no exige una gestión profesionalizada como la de un establecimiento hotelero.

Así, el sector turístico comienza a perfilarse como una actividad atractiva en la que invertir tanto para la financiación pública como para la privada. Bancos, cajas de ahorros y también empresas constructoras, inmobiliarias, inversores particulares y tour operadores internacionales que se aseguran así reservas de plazas a buenos precios. Aparece en el mercado un amplio abanico de promotores, muchas veces poco profesionales que, cualquiera que sea su profesión de origen, analizan las posibilidades de obtener recursos financieros para acometer sus proyectos. Y ello se realiza a través de instituciones de crédito, por medio de flujos de caja generados por las ventas durante la fase de construcción, mediante fondos facilitados por quien será explotador del negocio una vez finalizada la construcción, a través de la captación del ahorrador privado, al que se le asegura una determinada rentabilidad, o de un fondo inmobiliario.

Asimismo, habría que considerar la financiación crediticia procedente del exterior, cuya importancia tampoco ha sido cuantificada. Todo ello habría resultado determinante para comprender la aparente falta de interés de las entidades de depósito españolas por el sector turístico, en concreto por las actividades hoteleras.

La captación de recursos a través de otras vías como podría ser la salida a bolsa, en principio apta para las empresas de cierta dimensión del sector, no tiene incidencia notoria en el periodo estudiado ya que la primera empresa hotelera que acude a la Bolsa es Sol Meliá y lo hace en 1996. Por otro lado, la emisión de empréstitos por empresas turísticas ha sido prácticamente inexistente.

En cuanto a la financiación por parte del sector público, aún existiendo instrumentos y canales durante ciertas etapas, ha sido en conjunto muy reducida. Sin embargo, en los albores del desarrollo turístico español, tuvo una destacada influencia en la atención de las necesidades financieras del sector hostelero. Los recursos financieros públicos empiezan a considerar al sector turístico como receptor en la década de los cuarenta, a través del Banco de Crédito Industrial aunque, como tendremos ocasión de comentar más adelante, no es sino hasta mediados de la década de los sesenta cuando se detecta un incremento significativo de la financiación pública al sector turístico. En etapas más recientes, justificado fundamentalmente por cambios institucionales, esta situación se transforma y aparecen nuevas vías de financiación pública procedentes de otros

ámbitos, instrumentadas y canalizadas por instituciones supranacionales y especialmente las autonómicas.

Con la liberalización del sistema financiero español a partir de finales de los años setenta y la posterior integración en la Comunidad Europea, se produjeron importantes cambios en la financiación de carácter oficial, conformando diferentes líneas de apoyo al sector turístico que son básicamente (Bote, 2003):

- Préstamos a través de Banco Europeo de Inversiones (BEI), Instituto de Crédito Oficial (ICO), o conjuntamente por ambas instituciones.
- Subvenciones a través de incentivos económicos regionales, Plan Integral de Calidad Turística (PICTE), Programas Leader o Líneas de apoyo al empleo y Líneas de apoyo a la formación.
- Ayudas de las Comunidades Autónomas.

En la década de los ochenta se observan indicios de saturación en algunos destinos turísticos, que ponen en evidencia la necesidad de superación del modelo de desarrollo turístico español, basado en el producto de sol y playa y gran concentración en determinadas zonas costeras. Se diseñan nuevos productos y estrategias más acordes con la idea de desarrollo turístico sostenible. El cambio de perspectiva y la necesidad de materializar otro modelo turístico es más claro aún en los años noventa y tiene una repercusión indiscutible en las formas de financiación de la empresa turística, tanto desde el punto de vista público como privado.

Parece fuera de toda discusión el papel real o potencial del turismo en el desarrollo regional. Las paulatinas transferencias en materia turística de la Administración Central a las Comunidades Autónomas y los incentivos regionales en forma de préstamos y subvenciones provocan un mayor acercamiento de los inversores a las zonas tradicionalmente menos orientadas a la actividad turística. El análisis del comportamiento productivo regional del sector turístico en España confirma cambios en la evolución de los diferentes factores productivos en el ámbito regional y permite situar al factor capital y su intensificación en el sector turístico en algunas regiones como indicativo de cambios en las inversiones dirigidas al sector turístico (Such y Zamora, 2003). Además de la mayor atención del sistema financiero español, las instituciones

financieras internacionales acuden a España, considerando que el turismo español es uno de los sectores que pueden generar demanda de recursos financieros (Favieres, 1999).

La apertura de la economía española es creciente, alcanzando con su plena integración en Europa una condición de receptora de inversiones extranjeras, fundamentalmente comunitarias, al sector turístico español, básicamente al sector hotelero, tanto en el segmento vacacional como en el urbano, que se abre progresivamente a la recepción de capitales extranjeros. Ahora bien, todavía hoy se puede afirmar que la presencia relativa de capitales extranjeros en el sector turístico español es aún escasa, coincidiendo en ese juicio investigadores, estudiosos, gestores y directivos de las empresas turísticas.

Los procesos de internacionalización de la actividad turística y financiera, así como los procesos de innovación financiera y tecnológica, han proporcionado una gama más amplia de fuentes de financiación a disposición del sector turístico.

Las compañías hoteleras españolas parecen haberse fortalecido en los últimos años, a pesar de la sucesión de acontecimientos en el mundo que han afectado sensiblemente al mercado turístico. Desde la difícil situación vivida a principios de la década de los noventa, que golpeó con dureza a los empresarios e inversores hoteleros, sobre todo a los independientes, ha conducido a muchos a buscar afiliación en cadenas hoteleras con mayor capacidad de gestión, mejor posicionamiento y más fortaleza para enfrentarse a los ciclos económicos, especialmente en etapas de desaceleración o recesión económica. Los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 precipitan un cambio de coyuntura en el turismo mundial. El sector turístico español no parece acusar excesivamente el impacto, aunque presenta síntomas de desaceleración en su ritmo expansivo, tan dinámico en el lustro anterior.

Si los años ochenta nos proporcionaron algunos ejemplos de internacionalización, en la década de los noventa, la salida a los mercados exteriores es la opción de un mayor número de empresas, la mayoría de las cuales inician su andadura internacional al calor del crecimiento económico de la segunda mitad de los noventa, con la lección de la

crisis de los primeros años de la década bien aprendida y la necesidad de diversificar riesgos al cubrir más mercados.

Autores como Favieres (1999) destacan que la realidad financiera en la que vive recientemente el sector turístico presenta rasgos diferenciales frente a la tradicional:

1. El incremento del turismo en el ámbito mundial da lugar a una mayor confianza de los mercados financieros en el sector, especialmente en España, cuyo sector turístico está muy consolidado.

2. La mayor profesionalización de la empresa turística española otorga mayor credibilidad a los proyectos que se presentan a las entidades financieras para su apoyo.

3. La globalización de la economía aumenta el número de agentes financieros dispuestos a interesarse en un proyecto turístico determinado.

4. La mayor escala y eficiencia de la empresa turística le permite el acceso a los mercados de capitales con mayor facilidad que nunca.

El turismo es una actividad que ha ganado importancia en la economía de muchos países, lo cual ha atraído la atención de empresarios y financieros que han refinado sus técnicas de selección de proyectos y destinos geográficos. Las claves del éxito de un proyecto van a depender más y más del grado de información y acceso a los clientes. Muy especialmente para las empresas hoteleras, el éxito no radicará solamente en una buena localización, como venía siendo habitual. Cabe pensar que el auténtico activo de una hotelera va a ser la atención al cliente y su fidelización y no tanto sus inmuebles y localización.

La financiación no se va a dirigir tanto a la empresa como a sus proyectos. El *project finance* empieza a tener un gran desarrollo en el sector turístico. Tampoco es descartable la aparición en los mercados financieros de los *junk bonds* o bonos basura en las emisiones del sector turístico. En la actualidad suelen llamarse bonos de alto

rendimiento y empresas como Sol Meliá, líder entre las hoteleras españolas, ya se ha visto afectada por dicha realidad.

Las empresas turísticas están afrontando estrategias de crecimiento más agresivas, especialmente las líderes del sector, para adquirir tecnología avanzada y presencia en el mercado. El proceso es más intenso en las que cotizan en Bolsa, que deberán incorporar más volumen de negocio para crecer, siendo observadas y juzgadas en dicha estrategia por el mercado.

En esta dinámica de crecimiento puede producirse una alianza, impensable hace un tiempo, entre empresas turísticas e intermediarios financieros. El proceso de desintermediación financiera obliga a las instituciones a plantear su actividad de otro modo, por lo que pueden optar a posiciones de mayor riesgo para incrementar sus resultados. Así, las instituciones financieras amplían su tarea intermediadora a otros mercados, como es el caso de los bancos españoles en América Latina. O bien, entran en sectores de superior rentabilidad –el turismo puede ser uno de ellos- asociándose con empresas con capacidad de gestión contrastada. También este fenómeno se observa en el sector hotelero español y su relación con las instituciones de crédito.

Por otro lado, los rendimientos de los proyectos inmobiliarios que podemos denominar como tradicionales, el residencial y el de oficinas, han experimentado una baja sensible. Este fenómeno ha influido en la caída de las rentabilidades requeridas a las inversiones hoteleras, que es generalmente superior a las inmobiliarias puras. Así, se ha ensanchado la brecha entre el rendimiento que obtiene la empresa hotelera de su activo y el que el mercado inversor demanda, por lo que asistiremos a un número creciente de operaciones de venta y *lease back* (Favieres, 1999), fenómeno del que ya se observan muchos síntomas en el sector hotelero español.

Los inversores han pasado a valorar no sólo la potencial revalorización de sus activos inmobiliarios y hoteleros, que venía siendo lo tradicional, sino especialmente la capacidad de desinvertir en un momento dado. Por ello muchas empresas turísticas se plantean su salida a Bolsa, así como titulizar algunos de sus activos.

La situación de mayor estabilidad de la economía española integrada en la Europa de la moneda única, con tipos de interés relativamente bajos, puede llevar a un replanteamiento global de la gestión del capital circulante por parte de las empresas turísticas. Ésta ha sido una fuente tradicional de autofinanciación que quizás se vea alterada por la nueva situación, de la que se pueden obtener ventajas comerciales.

En definitiva, las perspectivas financieras de la empresa turística en general y hotelera, en particular, son amplias y diversificadas, disponiendo de una gama mayor de inversores y fuentes de financiación. El análisis de este nuevo panorama constituye un objetivo esencial de esta Memoria.

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

2.2. La financiación crediticia del sector hostelero desde una perspectiva histórica.

2.2.1. Fuentes estadísticas: La Central de Información de Riesgos del Banco de España.

El Decreto-Ley de 7 de junio de 1962 de Nacionalización y Reorganización del Banco de España contempla en su artículo 16 la creación de un servicio de información de riesgos, cuyo desarrollo tendría que ajustarse a las normas reglamentarias que había de dictar el Ministerio de Hacienda a propuesta del Banco de España.

En la Orden Ministerial del 13 de febrero de 1963, quedaban establecidas las normas generales para la organización y funcionamiento de la Central de Información de Riesgos, delegando en el Banco de España la definición de las circunstancias de los créditos determinantes de su obligada declaración, así como de los modelos y formas a utilizar en la comunicación y solicitud de los datos que maneja la Central.

Se trataba de poder elaborar, partiendo de los datos recibidos de las entidades bancarias, la estadística general del desarrollo crediticio en España y notificar a las entidades crediticias aquellos casos de prestatarios que pudieran representar un riesgo excepcional.[1]

Tienen la obligación de declarar a la Central de Información de Riesgos las siguientes entidades[2]:

1) Las entidades de crédito en sentido estricto:
    - 1.1 Los bancos operantes en España
    - 1.2 Las cajas de ahorro
    - 1.3 Las cooperativas de crédito
    - 1.4 Las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras

[1] Calvo, A., Rodríguez Sáiz, L., Parejo, J.A. y Cuervo, Á., *Manual del sistema financiero español*, 1987 (15ª ed., 2002), Ariel Economía, Madrid.

[2] Vid. la Circular del Banco de España nº 3, de 25 de septiembre de 1995 (parcialmente modificada por la nº 6, de 29 de mayo de 1998 y la nº 8, de 27 de julio de 1999) constituye la referencia de la que se obtiene la información que aquí aparece con relación a la CIR del Banco de España. Por otra parte, la Ley 66/1997 (BOE de 31-XII) regula la existencia de una central de riesgos de la Secretaría de Estado de Hacienda que presta información sobre los créditos concertados por las entidades locales.

2) El Banco de España
3) Los Fondos de Garantía de Depósitos
4) Las Sociedades de Garantía Recíproca y las de Garantía Subsidiaria
5) Los establecimientos financieros de crédito.

Esta obligación alcanza, en el caso de las entidades con sede en España, a la totalidad de su negocio, incluido el realizado por sus sucursales en el extranjero, y al de sus sociedades instrumentales cuyo negocio sea prolongación de la actividad de aquéllas, o de sus grupos consolidables. En los casos de las entidades de crédito extranjeras operantes en España, se limitará a la operativa de sus oficinas en España.

Las citadas entidades informarán mensualmente de los riesgos contraídos y de sus titulares. Los riesgos a declarar serán de dos tipos: directos e indirectos. Los primeros se derivan de los préstamos o créditos, de dinero o de firma, concedidos o asumidos por la entidad declarante, o de las operaciones de arrendamiento financiero que la misma concierte con sus clientes, así como de los títulos-valores de renta fija que posea, con exclusión de la Deuda del Estado y otros Organismos de la Administración Central. Los riesgos indirectos son los contraídos por la entidad con quienes garantizan o avalan operaciones de riesgos directos, y en especial avales, afianzamientos, garantías personales en cualquier clase de crédito dinerario y contraavales recibidos en garantía de los prestados.

Los riesgos sometidos a control y comunicación se refieren a los concedidos, cuyos titulares residan en España o en el extranjero, pertenecientes tanto al sector privado como al sector público y cualquiera que sea su personalidad o forma jurídica. Podemos clasificar estos riesgos declarables de la forma siguiente:

1) Titulares unipersonales residentes:

    a) Aquellos en los que el riesgo directo total con el titular es igual o superior a un millón de pesetas en el conjunto de sus negocios en España, o a diez millones de pesetas en el de cualquier otro país, considerado individualmente; y si el riesgo indirecto total en los negocios de

cualquier país es igual o superior a diez millones de pesetas (considerando a la UE, excluida España, un único país a estos efectos).

b) Cuando el titular es una Corporación local, fundación, sociedad municipal o provincial, o empresa mixta, o vinculada a corporación local, se declararán todos sus riesgos (en todo caso, se incluirá en este supuesto a cualquier entidad en la que las Corporaciones Locales, directa o indirectamente, participen, al menos, en un 20% en el capital o en sus órganos rectores).

2) Titulares unipersonales no residentes:

a) Cuando el riesgo directo o indirecto total en sus negocios de cualquier país, considerado individualmente, es igual o mayor a cincuenta millones de pesetas (por lo que se refiere únicamente a los riesgos directos, la UE, incluida España, se trata de nuevo como un solo país a estos efectos).

b) Aquellos cuyo titular tenga riesgos contraídos en el conjunto de los negocios en España, y esté incurso en ciertas situaciones especiales (quiebra, suspensión de pagos, insolvencia o moratoria) o tenga clasificado algún riesgo como dudoso, sea cual fuere su causa y cuantía.

3) Riesgos pluripersonales, concedidos a varios titulares. En este caso hay que distinguir entre dos supuestos:

a) En el caso de riesgos mancomunados, se dividirá su importe entre todos los titulares en partes iguales, salvo que del contrato se derive otro régimen de reparto. Para su declaración, se operará de igual forma que en los riesgos unipersonales.

b) Los riesgos solidarios se declararán separadamente atribuyendo a cada partícipe su importe total.

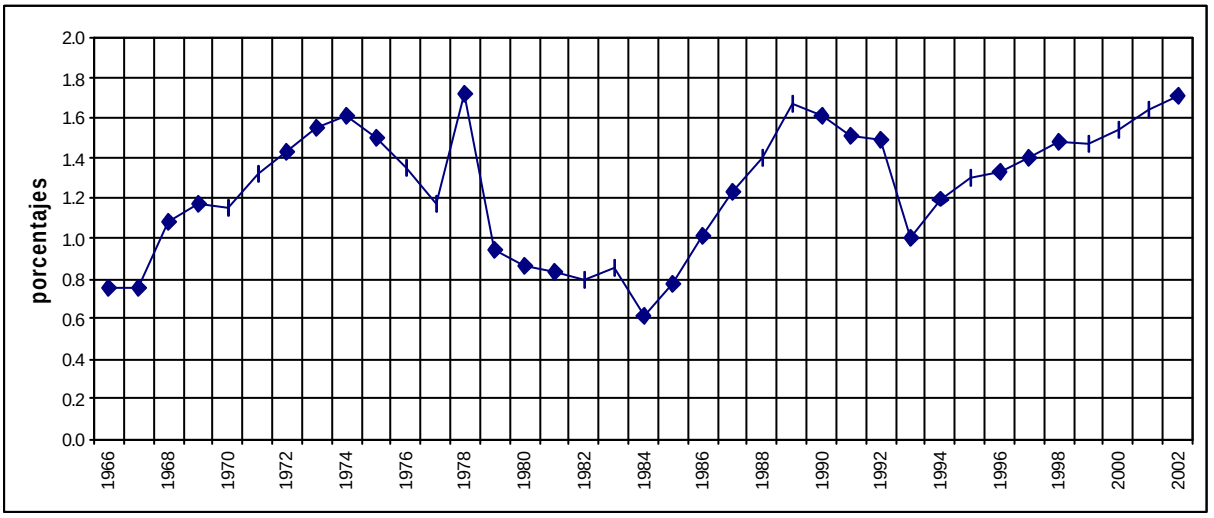
Opcionalmente se podrán declarar riesgos directos o indirectos de cuantía inferior a las antes señaladas.

2.2.2. La importancia de la financiación crediticia en la hostelería española.

Volvamos pues a la financiación turística de carácter intermediado y proporcionada por aquellas entidades que están obligadas a declarar sus operaciones a la CIR del Banco de España. Se observa una clara inestabilidad en los recursos crediticios que obtiene el sector turístico en los primeros años del periodo estudiado que dura hasta 1985. A lo largo de esos años, las oscilaciones de la cuota crediticia del turismo frente a los recursos obtenidos por el conjunto de actividades económicas son notables. Mientras la actividad crediticia general evoluciona positivamente, registrando una tendencia claramente alcista –con la única excepción de 1978-, el sector turístico no sigue la misma. A partir de 1986, la actividad crediticia orientada a las actividades turísticas parece adecuarse mejor a la evolución tendencial del crédito que registra el conjunto de la economía, aún siendo reducida su cuota. Ya no vuelve a situarse por debajo del 1 por ciento y las oscilaciones se recortan notoriamente (ver Gráfico 2.4).

Gráfico 2.4.

CUOTA DEL SECTOR TURÍSTICO EN EL MERCADO CREDITICIO (porcentajes)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Si comparamos la participación de la financiación de la banca privada con la proporcionada por otras instituciones, se observa un claro predominio de aquélla, no solamente para las actividades turísticas sino en el conjunto de la financiación crediticia otorgada en España (Cuadro 2.6 y Gráficos 2.5 y 2.6). Sin embargo, ello no es óbice para constatar que la financiación procedente de los bancos ha ido perdiendo importancia con el tiempo y de esta tendencia participa el sector turístico, aunque con menor intensidad. Para éste, la financiación cuyo origen es la banca privada representa prácticamente lo mismo en 1966 y en 2002 (50,75 y un 47,05 por ciento, respectivamente). Sin embargo, para el conjunto de las actividades económicas, la caída de la participación de los bancos se ha dejado sentir más, ya que su cuota en 1966 representaba el 89 por ciento de los recursos otorgados mientras en el último ejercicio, el de 2002, sólo supera ligeramente el 49 por ciento.

El Cuadro 2.6 nos permite conocer que, junto al retroceso de la banca privada, se ha producido un fenómeno de avance muy significativo por parte de las cajas de ahorro, no tan destacado para el sector turístico como lo es para la financiación de actividades económicas en general. Para el conjunto de la economía, la financiación proporcionada por las cajas de ahorro partía de una cuota de poco más del 3 por ciento en 1966 y en 2002 supera el 41 por ciento. Buena parte de la explicación de esta evolución hay que buscarla en los cambios en la regulación que afecta a estas instituciones y que trataremos de concretar a lo largo del capítulo, si bien no deberíamos perder de vista las múltiples limitaciones operativas que en el periodo de estudio han soportado estos intermediarios financieros. En cuanto al sector turístico, la expansión de la financiación procedente de las cajas se produce claramente pero de una forma menos acelerada hasta el momento, ya que se partía de una cuota del 20,5 por ciento en 1966 y se alcanza el 45,6 por ciento en 2002. Ello permite confirmar que la financiación procedente de las cajas de ahorro para el sector turístico ya partía en 1966 de unos niveles superiores a la cuota que las cajas detentaban en el conjunto de la economía y que esa situación se ha conseguido mantener hasta la actualidad, aunque la diversificación de las operaciones activas de las cajas de ahorro, que han ido paulatinamente ampliando sus sectores económicos de influencia, ha permitido a dichas entidades, a pesar de lograr una cuota en la financiación turística superior a su cuota crediticia global, la consecución de una mayor convergencia entre ambas cuotas.

Cuadro 2.6.

CONTRIBUCIÓN CREDITICIA POR TIPO DE ENTIDAD A LA TOTALIDAD DE LOS SECTORES ECONÓMICOS DE ESPAÑA Y AL SECTOR TURÍSTICO (porcentajes)

	BANCA PRIVADA		CAJAS DE AHORRO		RESTO DE ENTIDADES	
AÑOS	TOTAL SECTORES	SECTOR TURÍSTICO	TOTAL SECTORES	SECTOR TURÍSTICO	TOTAL SECTORES	SECTOR TURÍSTICO
1966	88.98	50.75	3.17	20.49	7.85	28.76
1967	87.17	46.77	3.23	18.49	9.60	34.74
1968	88.34	42.51	3.29	13.83	8.37	43.66
1969	87.47	43.47	3.55	14.77	8.98	41.76
1970	87.96	45.73	4.50	17.53	7.53	36.74
1971	88.93	50.77	4.43	17.09	6.64	32.14
1972	90.02	53.91	4.62	17.28	5.36	28.81
1973	91.29	54.72	6.13	15.38	2.58	29.90
1974	88.15	49.92	7.18	18.00	4.67	32.08
1975	85.91	47.47	8.90	16.18	5.19	36.36
1976	84.15	47.62	8.78	14.63	7.07	37.75
1977	82.71	46.19	9.07	15.54	8.22	38.27
1978	82.67	47.41	8.79	16.55	8.54	36.04
1979	82.90	49.04	9.16	18.41	7.94	32.55
1980	84.35	54.60	9.24	18.93	6.42	26.47
1981	84.12	58.28	9.33	17.46	6.56	24.25
1982	82.03	58.42	11.36	19.61	6.61	21.97
1983	80.35	59.59	13.57	22.43	6.08	17.99
1984	62.59	64.43	16.07	23.05	21.34	12.53
1985	53.43	68.78	16.96	23.59	29.61	7.62
1986	77.48	74.95	18.68	24.11	3.84	0.94
1987	74.29	74.75	22.10	24.29	3.61	0.96
1988	72.58	72.85	24.24	26.31	3.18	0.84
1989	64.87	61.19	24.43	22.83	10.71	15.99
1990	64.38	60.58	24.68	23.04	10.95	16.37
1991	62.89	60.61	26.31	25.28	10.80	14.11
1992	62.95	62.28	28.29	27.07	8.76	10.65
1993	61.48	61.48	30.38	29.53	8.14	8.99
1994	60.16	59.17	32.26	31.61	7.58	9.21
1995	60.07	58.87	32.51	32.78	7.42	8.35
1996	57.21	56.78	32.62	34.75	10.17	8.47
1997	56.07	56.13	34.15	35.74	9.78	8.12
1998	55.11	55.33	35.59	36.99	9.30	7.69
1999	55.41	54.97	35.45	38.04	9.15	6.99
2000	53.01	52.79	38.03	40.26	8.96	6.95
2001	50.91	49.95	39.85	42.58	9.24	7.47
2002	49.30	47.05	41.82	45.58	8.88	7.37

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

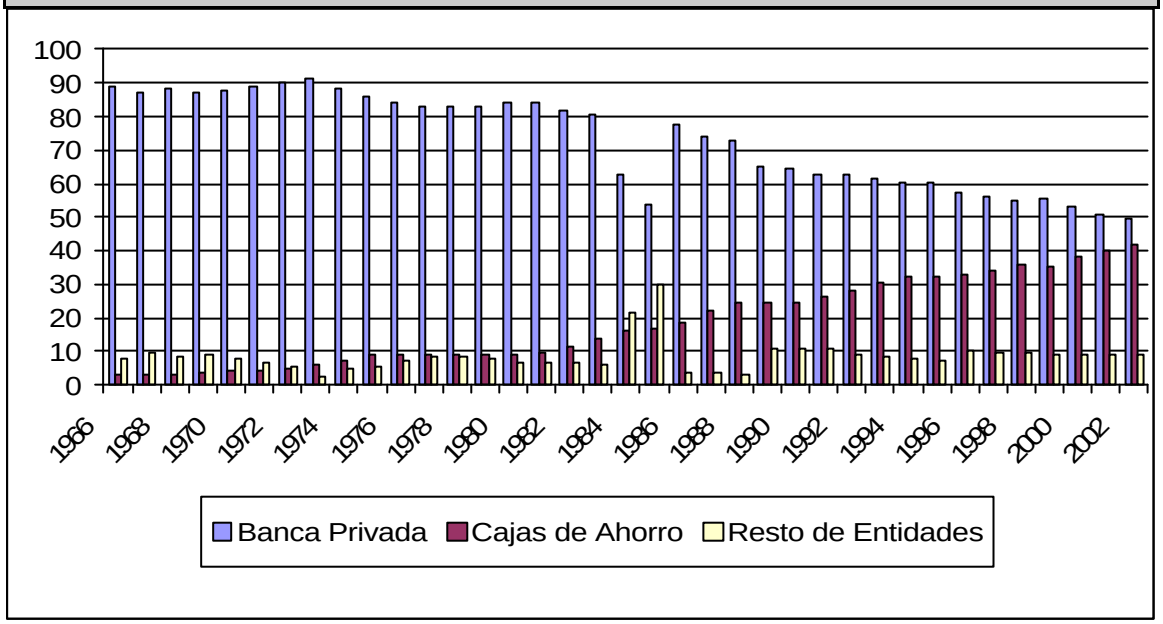
Por lo que respecta al resto de entidades, la situación es más confusa, fundamentalmente porque se trata del grupo que ha experimentado mayores cambios en su composición, lo que hace su comportamiento más errático. Este grupo parte de una situación muy destacada en el ámbito turístico -cerca del 30 por ciento de la actividad intermediada en 1966- pero no alcanza el 7,5 por ciento en 2002. La situación, en cambio, se plantea de

forma distinta para el conjunto de actividades económicas, para las que la actuación del resto de entidades apenas ha superado la situación de partida en 2002. Trataremos de ofrecer una respuesta a las cuestiones que, sin duda, plantea la observación de estos datos.

Gráfico 2.5.

CONTRIBUCIÓN CREDITICIA POR TIPO DE ENTIDAD A LA TOTALIDAD DE LOS SECTORES ECONÓMICOS DE ESPAÑA

(porcentajes)

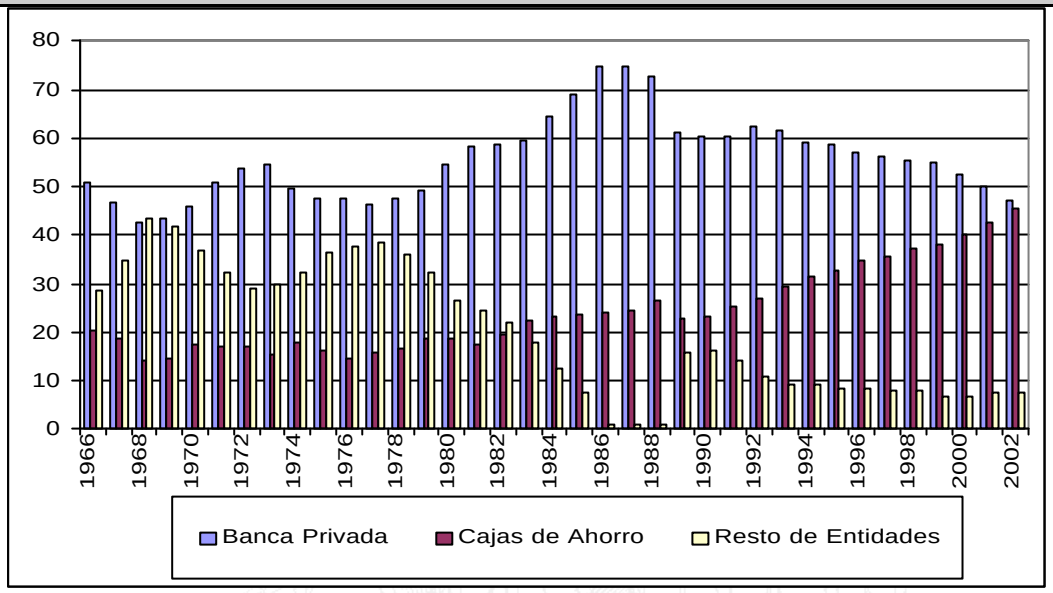


Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Gráfico 2.6.

CONTRIBUCIÓN CREDITICIA POR TIPO DE ENTIDAD AL SECTOR TURÍSTICO

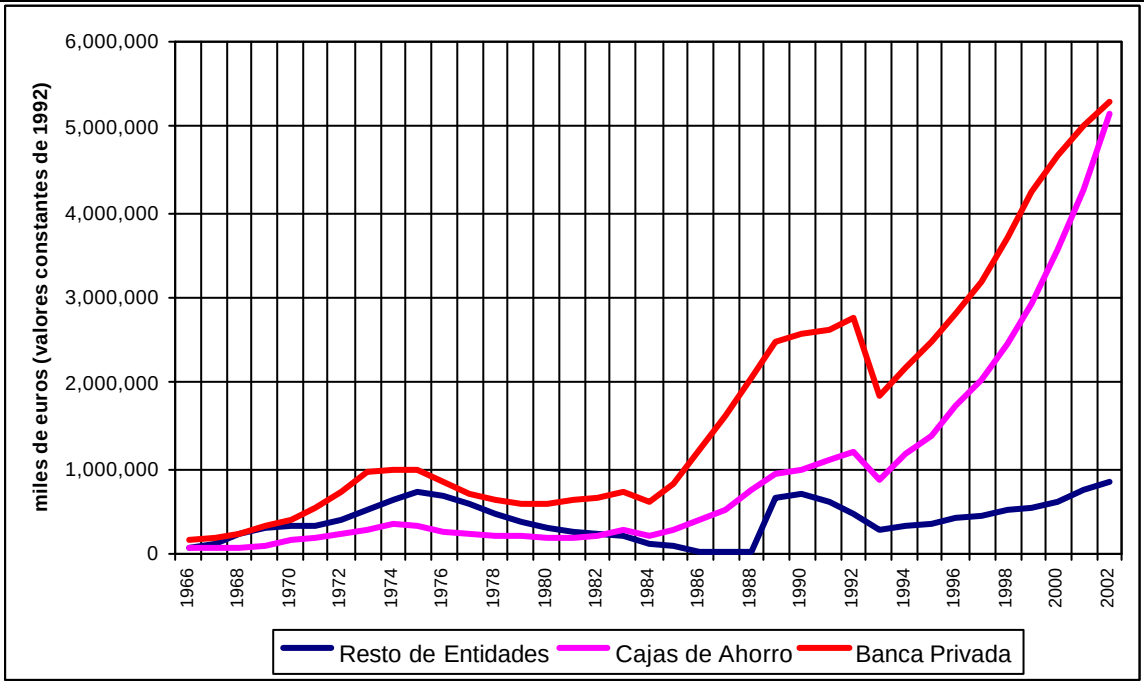
(porcentajes)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Gráfico 2.7.

CONTRIBUCIÓN CREDITICIA POR TIPO DE ENTIDAD AL SECTOR TURÍSTICO



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

2.2.3. Tendencias en la financiación del sector hostelero desde el *boom* de los sesenta hasta la incorporación de la economía española a la Comunidad Europea (1966-1985).

2.2.3.1. Principales reformas en el sistema financiero español.

Durante el periodo 1966-1985 se producen una serie de reformas en el sistema financiero español, que afectan a la estructura de la financiación del conjunto de los sectores económicos entre los que se encuentra el sector hostelero. De ellas, reflejaremos someramente las que tienen especial incidencia en la actividad crediticia[3]:

BIBLIOTECA VIRTUAL

- Reforma de los años 60, concretada en la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca, de 14 de abril de 1962, cuyas principales incorporaciones fueron:
    - Reforzamiento de los mecanismos de financiación a medio y largo plazo, creando un mecanismo de redescuento en línea especial en el Banco de España y estableciendo ciertas obligaciones de inversión por parte de las entidades privadas.
    - Especialización bancaria, con limitaciones de inversión a largo plazo.
    - Mantenimiento artificial de los tipos de interés de las operaciones activas para favorecer la inversión, aún permitiendo unos márgenes de intermediación amplios.
    - Protección de la banca privada frente a la competencia.
    - Limitación de las operaciones activas gracias a la existencia de circuitos privilegiados de inversión.
- Reformas de la década de los 70 y primer lustro de los 80, bajo la premisa de acercar el sistema financiero español al de los países más avanzados de nuestro entorno, entre las que destacan:
    - La Normativa de 1974 con disposiciones orientadas del siguiente modo:
        - Favorecer la libre competencia entre bancos a través de la autorización para la creación de nuevas entidades y liberalización de la apertura de oficinas.

[3] Seguiremos en esta exposición la síntesis realizada por Bote (2003).

- La especialización bancaria, comercial o industrial, pasa a ser opcional y no regulada, si bien subsisten ciertas diferencias entre banca industrial y mixta.
- Homologación operativa entre instituciones, favoreciendo la equiparación de las posibilidades operativas entre los distintos bancos y ampliando la capacidad de actuar de las cajas de ahorro (a estas últimas se les permite acceder a las Cámaras de Compensación y aplicar las mismas comisiones que la banca).
- Reducción de los coeficientes de inversión obligatoria.
- Flexibilización de los tipos de interés de las operaciones a plazo, liberalizando los mismos para operaciones superiores a dos años.

o La reforma de 1977, auspiciada por Fuentes Quintana, cuyos principales aspectos fueron:

- Reducción del grado de intervención en el sistema financiero, acercándolo a los esquemas propios de una economía de mercado.
- Favorecer la competencia entre instituciones financieras a través de la eliminación de las diferencias operativas aún vigentes.
- Rebaja del coeficiente de inversión obligatoria y propuesta de reducción progresiva del mismo.
- Total equiparación operativa entre cajas de ahorro y banca privada.

o La reforma de 1981, cuyas bases son:

- Liberalización total de los tipos de interés para todo tipo de operaciones, excepto las operaciones de ahorro vinculado.
- Establecimiento de un depósito obligatorio para cajas de ahorro y banca privada con el fin de estimular la financiación a largo plazo. Los créditos no computaban en el coeficiente de inversión.

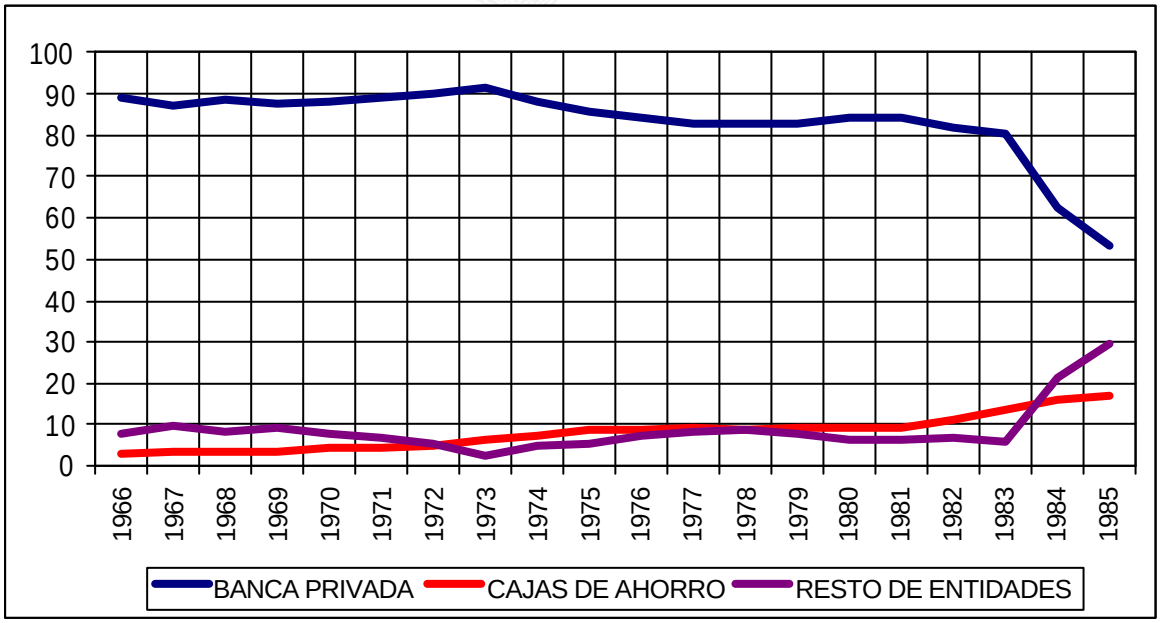
2.2.3.2. Comportamiento crediticio del sector hostelero español.

La financiación proporcionada por la banca privada al conjunto de las actividades económicas representa en el periodo 1966-1985 el 83,2 por ciento de la financiación media anual (Gráfico 2.8). Para este periodo la cuota máxima alcanzada por la banca privada corresponde a 1973 con un valor del 91,3%, iniciándose a partir de ese ejercicio un periodo caracterizado por descensos apenas interrumpidos hasta 1983 situándose en el entorno del 80% y descendiendo bruscamente en los dos últimos años del periodo[4] hasta llegar a un 53,4 por ciento. En el caso del sector turístico, la banca privada se posiciona de forma preeminente, representando más del 52% de la financiación turística media del periodo.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Gráfico 2.8.

CONTRIBUCIÓN CREDITICIA POR TIPO DE ENTIDAD AL TOTAL DE SECTORES ENTRE 1966 Y 1985
(porcentajes)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

[4] En 1984 se produce una modificación en el registro de las actividades crediticias realizado por la CIR del Banco de España, lo que sin duda, explica el brusco recorte de la actividad crediticia experimentado por los bancos así como el repunte de la actividad correspondiente al resto de entidades.

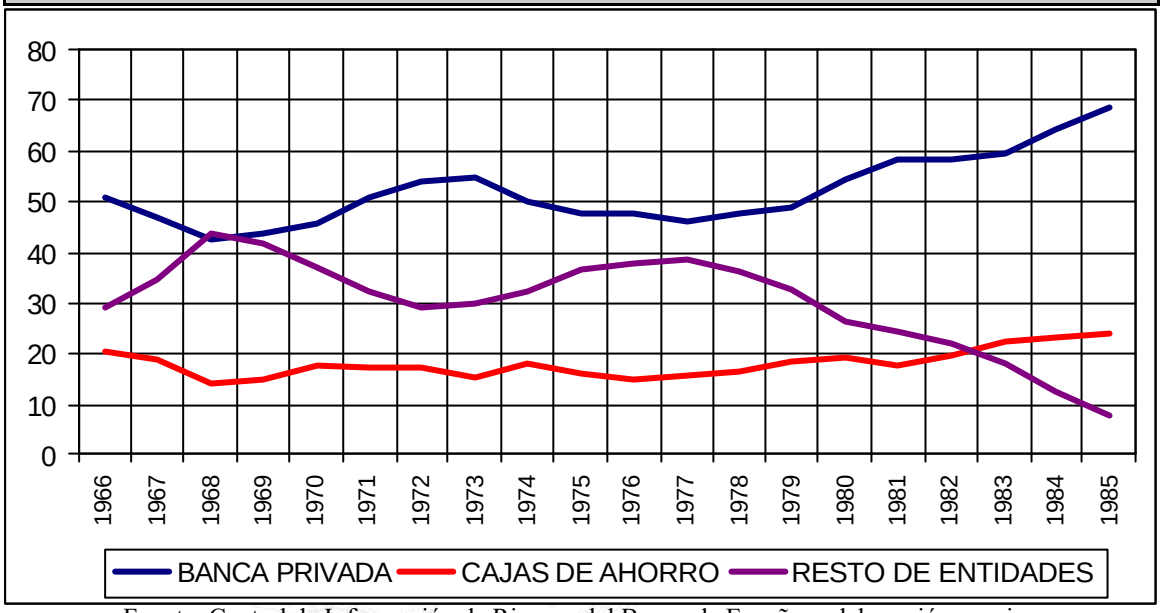
El comportamiento de las cajas de ahorro no es muy distinto al de la banca privada, según se puede apreciar a través del estudio de los datos proporcionados por la Central de Información de Riesgos del Banco de España, aunque se detecta una tendencia moderadamente creciente en su apoyo al sector turístico. En el periodo 1966-1985, las cajas de ahorro llegan a situarse en segunda posición, si bien a bastante distancia de la banca privada, en la concesión de financiación al sector hostelero. En 1966 proporcionaron el 20,5% de la financiación recibida por las empresas turísticas. En el último ejercicio de ese periodo alcanzan el 23,6%.

La financiación oficial al turismo, a través de la percepción de subvenciones u otras ayudas del sector público, fue la vía de concesión de recursos crediticios al sector hostelero por parte de las entidades oficiales. Esta modalidad de financiación encuentra su origen en 1942 y tiene como protagonista al Banco de Crédito Industrial, si bien el volumen de fondos canalizados tenía un carácter casi simbólico. Este proceso de apoyo público al desarrollo del sector queda reforzado por una Orden Ministerial de 1965 que regulaba la posibilidad de acceso a los créditos oficiales. A partir de ese momento, crece sustancialmente la importancia cuantitativa del crédito público al turismo. El Banco Hipotecario de España gestionó mayoritariamente, a partir de entonces, la financiación oficial al sector turístico, compartiendo su función con el Banco de Crédito Industrial y el Banco de Crédito Local.

Gráfico 2.9.

CONTRIBUCIÓN CREDITICIA POR TIPO DE ENTIDAD AL SECTOR TURÍSTICO ENTRE 1966 Y 1985

(porcentajes)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

El Ministerio de Información y Turismo se había creado en 1951. El Plan de Estabilización de 1959 y la subsiguiente apertura económica que vivió España, permiten entender la preocupación por la incipiente actividad turística, generadora fundamental de divisas para el país, por lo que se adoptan medidas ciertamente positivas para el desarrollo turístico, al tiempo que España se adhiere a convenios internacionales sobre turismo. El Plan de Estabilización ofrece una previsión de 6,5 millones de visitantes para 1964[5] mientras la realidad supera con creces dicha previsión. En 1962, a sugerencia de BIRD (Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo), se crea dentro del Ministerio de Información y Turismo, la Subsecretaría de Turismo, responsable de la incorporación de algunas figuras de financiación oficial al sector turístico. Los promotores tuvieron acceso a los fondos oficiales a través de tres vías diferentes (Favieres, 1999):

[5] El Banco Mundial apunta en 1963, en que llegan 11 millones de visitantes a España, que el turismo español es una actividad coyuntural y poco estable en el largo plazo, mientras en España la situación se vive de un modo diferente porque los expertos auguran un gran futuro para el turismo y las autoridades basan en dicha actividad la captación de divisas suficientes para hacer frente a la creciente factura por importación de bienes.

- La figura, creada en 1963, denominada Centro de Interés Turístico Nacional, por la que se contemplaba el apoyo a proyectos de al menos 500 camas y un terreno de 100.000 metros cuadrados. A través de esta modalidad, se podía acceder a la financiación de obras de infraestructura para establecimientos turísticos. Los establecimientos hoteleros que podían acceder a esta modalidad de apoyo financiero recibían recursos para acometer obras de acceso, energía, agua, alcantarillado e instalaciones diversas para el establecimiento.

- La financiación de la construcción y ampliación de hoteles, extensiva a los apartamentos turísticos cuya explotación se ajustara a la figura de contrato de hospedaje.

- Una línea específica de crédito oficial, creada en 1968, para financiar la construcción y venta de viviendas en zonas turísticas, orientadas a los extranjeros.

Por otro lado, la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1979 y el Real Decreto 2821/1979 de 7 de diciembre, establecían cuatro modalidades de financiación al sector turístico por parte de instituciones oficiales, fundamentalmente el Banco de Crédito Hipotecario (Bote, 2003):

- Financiación de la construcción y venta de viviendas a extranjeros en zonas turísticas.
- Financiación de obras de urbanización e infraestructuras en zonas de interés turístico.
- Crédito hotelero y para construcciones turísticas.
- Tercer Plan de Modernización Hotelera

En todos los casos solía tratarse de financiación a largo plazo, entre 5 y 15 años de plazo de amortización[6], pudiendo existir en ocasiones carencias de hasta tres años en las que sólo se pagaban intereses del préstamo. El tipo de interés aplicado a las operaciones se

[6] Normalmente se establecían plazos de amortización más amplios para los hoteles, que solían llegar hasta los 15 años, diez años para las operaciones de desarrollo de campos de golf y cinco años para la compra de equipamientos y mobiliario.

situaba en los primeros tiempos en torno al 9% mientras llegaba al 11% ya en la década de los setenta. Las garantías eran prácticamente siempre hipotecarias, aunque a veces bastaba con aval bancario. Los porcentajes de la inversión susceptible de recibir financiación por parte de la banca oficial eran variables, oscilando ente el 40 y el 70% de la cuantía de la obra proyectada. Normalmente el 40% se aplicaba en la modalidad de obras de urbanización e infraestructuras de centros o zonas de interés turístico, mientras las restantes modalidades de apoyo crediticio podían alcanzar hasta el 70% de la inversión prevista.

Esta tendencia alcista del crédito oficial sitúa su máximo en 1968, momento en que las entidades oficiales de crédito (componentes fundamentales del grupo resto de entidades durante este periodo) representan más del 43% de la financiación obtenida por el sector hostelero. En 1977 se registraría la segunda cota más importante (más del 38%) y a partir de ese momento se inicia un periodo de reducción de esa participación hasta situarla en 1985 en el 7,6%.

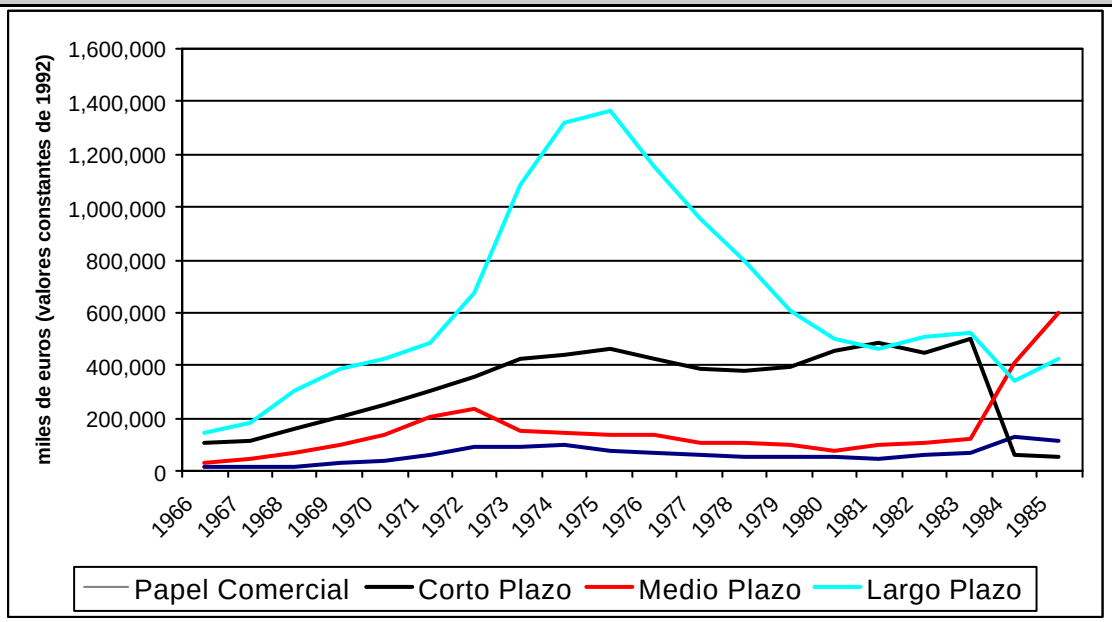
Los datos disponibles en la Central de Información de Riesgos del Banco de España reflejan una participación del sector hostelero en el conjunto de la financiación nacional registrada en el periodo 1966-1985 que asciende tan sólo a un valor medio de 1,11%, con un perfil claramente descendente para el periodo correspondiente a los años ochenta frente a la década anterior. Esta realidad sugiere algún comentario adicional. La crisis económica de los setenta había afectado al conjunto de sectores económicos, en especial a las actividades industriales y acarreó numerosos problemas al sistema financiero español, en particular a las entidades más implicadas con las actividades secundarias. Así, los esfuerzos del sector crediticio van a concentrarse en las actividades más necesitadas y con mejores expectativas de crecimiento ante la inminente integración de la economía española en Europa. La actividad hostelera no es de las más afectadas por los problemas acaecidos como consecuencia de la crisis ni es percibida como una actividad que vaya a alterar sustancialmente su ritmo de crecimiento como consecuencia de la integración, debido a su ya notable grado de apertura frente al exterior y su probada capacidad de competir en los mercados internacionales.

Por otro lado, el claro sesgo inmobiliario de la actividad hostelera, en particular la hotelería, puede justificar, si seguimos los postulados de la "teoría de los fondos residuales" (Taltavull, 2001), la descendiente proporción del crédito recibido por el sector hostelero. Lo defendido por dicha teoría apuntaría que los fondos que financian las actividades inmobiliarias son residuales, ya que proceden de los mismos intermediarios financieros que facilitan créditos al resto de sectores económicos para inversión, por lo que los fondos disponibles en cada momento del tiempo van a financiar, en primer lugar, a la inversión en capital fijo en otros sectores y subsidiariamente, a las actividades inmobiliarias.

Sin embargo, si observamos el comportamiento del crédito hostelero desde la óptica de la cuantía del crédito percibido, se aprecia un comportamiento procíclico mucho más claro que el evidenciado por la economía española en su conjunto. Las expectativas de cambio positivo de cara a la integración registradas por otras actividades por encima de lo que podía acontecer en el sector hostelero, presentan un panorama de tenue pero sostenido crecimiento del crédito al conjunto de actividades económicas frente a las mayores oscilaciones del crédito turístico.

Gráfico 2.10.

CRÉDITOS DECLARADOS AUTORIZADOS POR PLAZOS DE AMORTIZACIÓN AL SECTOR TURÍSTICO



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Si analizamos la información proporcionada por la CIR en relación con los plazos a los que el sector turístico se ha beneficiado de financiación en el mismo periodo, 1966-1985, cabe destacar la importancia relativa del largo plazo en el conjunto del periodo considerado, información que contrasta con lo observado para el conjunto de las actividades económicas cuya financiación se realiza fundamentalmente a corto plazo, destacando el papel comercial como la fuente de financiación más utilizada en España durante buena parte del periodo, aunque el año 1984[7] representa un cambio de tendencia a favor del medio y largo plazo (Gráfico 2.10).

Este comportamiento peculiar del sector turístico no se justificaría por la importante financiación que recibió de la banca privada –más del 50% del total de la financiación turística corresponde a esta fuente- ya que el comportamiento de ésta en cuanto a plazos a los que financia las actividades económicas se decanta claramente hacia el corto plazo, comportándose del mismo modo al financiar al sector turístico.

La regulación a la que es sometida la banca privada experimenta cambios a partir de 1973, flexibilizándose las condiciones que le permiten operar a largo plazo. Ello justifica el incremento de la importancia de estas operaciones a partir de ese momento.

En cuanto a la distribución por plazos de la financiación proporcionada por las cajas de ahorros en el periodo de estudio, debemos referirnos, con anterioridad al análisis de los datos proporcionados por la CIR, a las restricciones regulatorias a las que las operaciones de activo de las cajas están sometidas hasta agosto de 1977, momento a partir del cual estas entidades pueden realizar las mismas operaciones que la banca privada.

Del total de la financiación concedida por el sector financiero español a las actividades económicas, las cajas de ahorros representaban en 1966 el 3,17% y en 1985 su cuota participativa alcanza el 16,96%, experimentando una variación media anual acumulativa del 16,2% en el periodo de referencia, frente al crecimiento anual más discreto correspondiente al conjunto del sistema financiero, del 6,85%. En el sector turístico la

[7] A partir de 1984 los datos que recoge la CIR corresponden a actividades distintas a las consideradas hasta entonces debido a la adaptación de la CIR a la CNAE de 1974.

financiación procedente de las cajas de ahorro alcanza una cuota máxima en 1985, situándose en el 23,6% del total, representando cerca del 18% de media en el conjunto del periodo.

El sector turístico se beneficia especialmente de financiación a largo plazo por parte de las cajas de ahorros, frente a otras modalidades de financiación a plazos inferiores a los tres años. La financiación media a largo plazo se sitúa en un 73,3% del total de la financiación procedente de las cajas de ahorro. El descuento comercial no podía ser realizado por las cajas hasta 1977 (Decreto del 27 de agosto) y por tanto, no tiene apenas relevancia en el periodo objeto de estudio. Destacada importancia tiene la financiación a medio plazo procedente de las cajas en la primera y en la última parte del periodo, si bien la recuperación aparente de los dos últimos años se debe a ajustes de la CIR, que pasa a computar créditos anteriormente considerados a corto plazo.

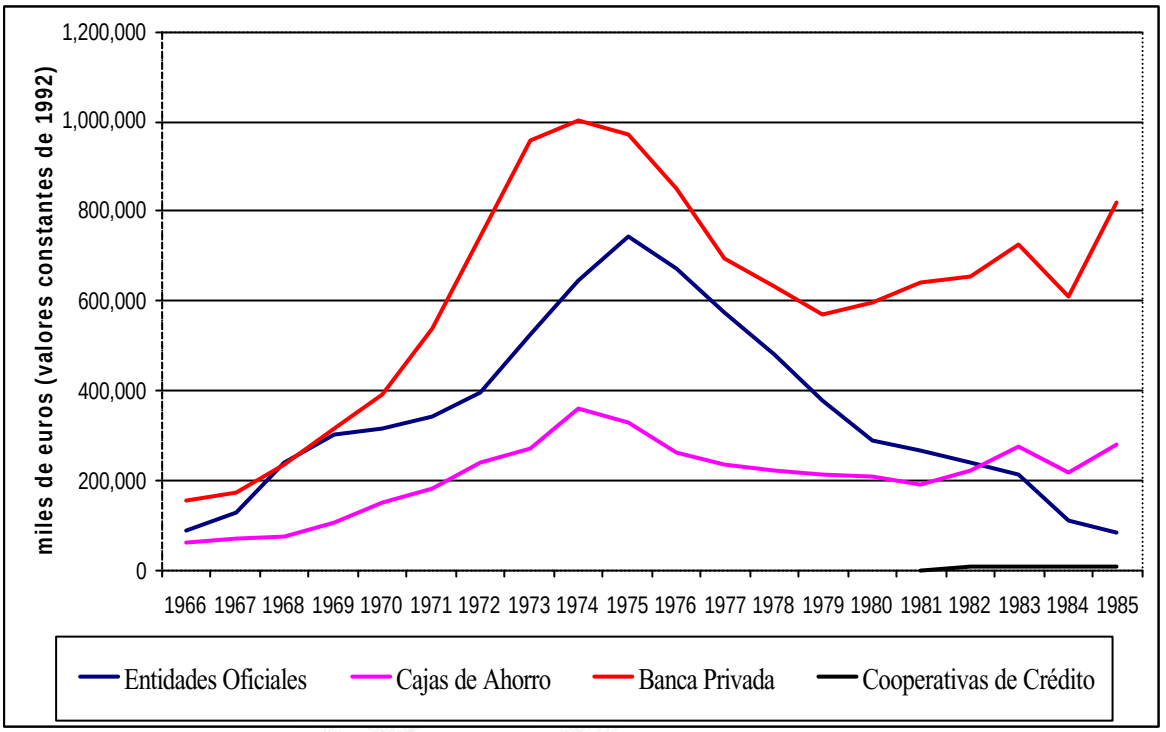
El papel desempeñado por la banca oficial en la financiación turística es muy relevante durante buena parte del periodo estudiado. En el contexto de la financiación oficial destaca la financiación a largo plazo y en ese sentido el sector turístico no es una excepción ya que es así para el conjunto de la economía. A partir de 1973, la pérdida paulatina de protagonismo de la banca oficial en la financiación a largo plazo se justifica por la aparición de la Orden Ministerial del 26 de julio de 1973, con la que se autoriza a los bancos comerciales y a las cajas de ahorro a participar en operaciones a largo plazo. La relativa recuperación del periodo 1976-78 es debida a la actitud del gobierno español en su intento de suplir con la inversión pública la escasez de inversiones privadas motivada por la coyuntura política en la que se encontraba el país.

La particularidad del sector turístico es que prácticamente las dos terceras partes de la financiación a largo plazo del sector entre los años 1966 y 1981 procede de la banca oficial y de 1982 a 1986 la tendencia es decreciente y su comportamiento irregular[8] (Gráfico 2.11).

[8] Desde 1984 la banca oficial empieza a informar a la CIR de los créditos a medio plazo y del papel comercial, cifras no consideradas anteriormente.

Gráfico 2.11.

FINANCIACIÓN AL SECTOR TURÍSTICO POR TIPO DE ENTIDADES



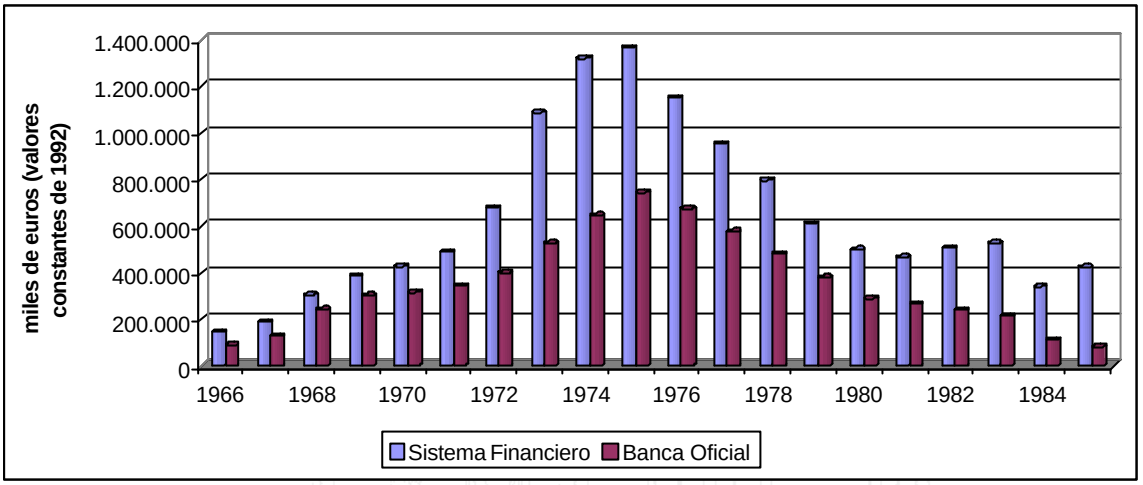
Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

El crédito hostelero sigue una trayectoria ascendente que coincide con una etapa de enorme crecimiento de la oferta hostelera, cuando se conforma el grueso del tejido empresarial español en la actividad turística. Es la etapa de desarrollismo económico que tendrá un claro reflejo en el comportamiento turístico de España, interrumpida por la crisis de 1973, que provocará un impacto ligeramente demorado en España a partir de 1975.

La financiación de carácter estable recibida por el sector turístico en el periodo de referencia procede en esencia de la aportación de las entidades oficiales y las cajas de ahorro -con un papel muy destacado por parte de la banca oficial-, responsables máximas de los recursos a largo plazo percibidos por el sector hostelero.

Gráfico 2.12.

PARTICIPACIÓN DE LA BANCA OFICIAL EN LA FINANCIACIÓN CREDITICIA A LARGO PLAZO AL SECTOR TURÍSTICO



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

2.2.4. El comportamiento financiero del sector hostelero desde la incorporación de España a la Unión Europea (1986-1995)[9].

2.2.4.1. Proceso de liberalización del sistema financiero español.

Durante este periodo se produjeron tres importantes reformas que afectaron al sistema financiero y crediticio español, conducentes al acercamiento a la normativa comunitaria y a su aplicación:

- Reformas de 1988:
    - Ley de Reforma del Mercado de Valores, que implica la modernización del funcionamiento de los mercados de valores en España, equiparándolos a los sistemas más avanzados.
    - Ley de Intervención y Disciplina del Banco de España, por la que dicha institución pasa a ser el órgano encargado del control y supervisión de todas las entidades de crédito, entre otras.

[9] No se dispone de la información de la CIR correspondiente a la desagregación del crédito por plazos tal como existe para el periodo anteriormente estudiado 1966-1985.

  - Liberalización del sistema bancario español mediante dos reales decretos, equiparando a los bancos españoles con los extranjeros y permitiendo la apertura de sucursales en todo el territorio nacional a la banca privada y a las cajas de ahorro.
- Medidas liberalizadoras de 1991:
  - Reorganización de la banca pública a través de la creación del holding Argentaria, Corporación Bancaria de España, sometida a criterios de competencia.
- Medidas de 1992:
  - Liberalización de los movimientos de capitales.
  - Normativa sobre el coeficiente de recursos propios de las entidades financieras.
- Medidas de 1994:
  - Obligación de declarar a la CIR del Banco de España de las sociedades de garantía recíproca, calificadas expresamente como entidades financieras.
  - Adaptación de la legislación española a la Segunda Directiva Comunitaria de Coordinación Bancaria.
  - Ley de Autonomía del Banco de España.

2.2.4.2. Panorama de la financiación intermediada.

El periodo de análisis se inicia en el ejercicio en que España se estrena como miembro de la Comunidad Europea, lo que significó el final de un dilatado periodo de ajuste consecuencia de la crisis económica y la transición política vivida en nuestro país, así como el comienzo de una etapa de expansión económica que durará algo más de un lustro. La inversión experimenta un notable crecimiento, se produce una significativa recuperación del consumo tanto privado como público y mejora la situación del mercado de trabajo produciéndose un descenso del desempleo.

Por el contrario, los últimos años del periodo a estudiar están marcados por la recesión económica internacional y los problemas que ocasiona a la economía española la incorporación de la peseta al Sistema Monetario Europeo y la obligación de mantener

estable -en una banda del ±6%- el tipo de cambio de la misma respecto a las demás divisas del SME.

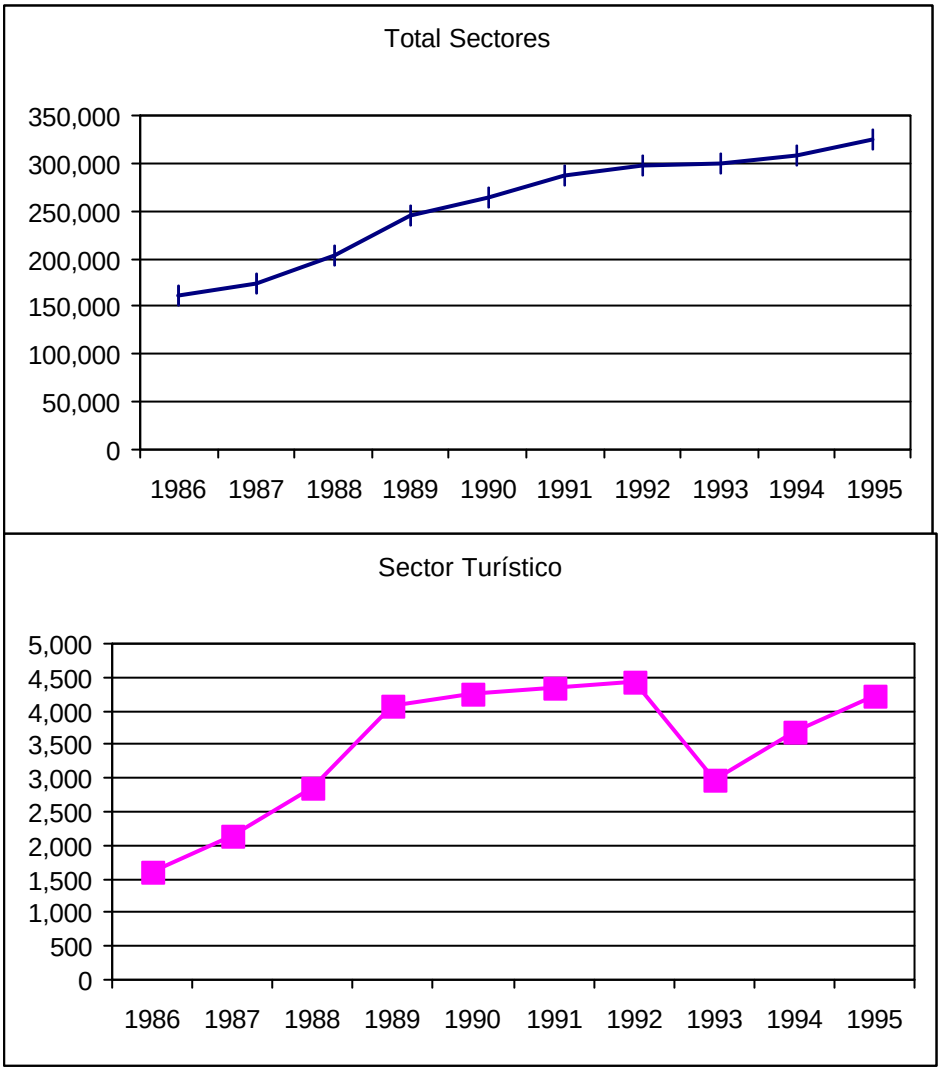
En este periodo cabe destacar la mayor relevancia de la financiación al sector turístico que pasa a representar el 1,34% del conjunto de la financiación otorgada frente al 1,11% de 1966-1985. El ejercicio 1993 registra una caída espectacular en las tasas de crecimiento de la financiación al sector turístico presentando un valor negativo[10] frente a lo acontecido en ejercicios anteriores y posteriores. No hay que olvidar que 1993 registra los peores efectos de la crisis del periodo. La tormenta monetaria desencadenada en septiembre de 1992 afecta significativamente al conjunto de las economías europeas y en concreto, España se ve forzada a practicar importantes devaluaciones en los meses posteriores a la misma.

El ejercicio de 1993 supone asimismo una inflexión en la tendencia que venía registrándose en el sector, tanto desde el punto de vista de su crecimiento como desde el punto de vista del avance del crédito hostelero. Entre las actividades hosteleras hay un grupo especialmente afectado por la crisis de los primeros noventa, la hotelería, y la consiguiente pérdida de confianza en la actividad por parte de los financiadores, cuando se ven enfrentados a asumir la propiedad y gestión de numerosos establecimientos hosteleros por incapacidad de los prestatarios de hacer frente a la carga de la deuda.

[10] Una posible explicación a esta cifra puede residir en la adopción por parte de la CIR de la nueva CNAE de 1993.

Gráfico 2.13.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO AL CONJUNTO DE SECTORES PRODUCTIVOS Y AL SECTOR HOSTELERO ENTRE 1986 Y 1995 (en millones de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

El periodo 1986-1995 se caracteriza por la consolidación del crecimiento en la participación de la financiación proporcionada por las cajas de ahorro, que acortan distancias frente a sus competidores, la banca privada, que continúa manteniendo el liderazgo (Gráfico 2.14). La cuota anual media correspondiente a las cajas se sitúa en el 26,4% del total de la financiación a la economía española. El sector hostelero no es ajeno a esta realidad y presenta datos muy parecidos a los del conjunto de la economía. Las cajas de ahorro asumen el 26,7% de la financiación turística en este periodo.

En lo que respecta a la banca privada, ésta sigue conservando el lugar predominante que registraba en la etapa anterior y mantiene proporciones parecidas tanto en el conjunto de los sectores económicos como en lo que se refiere a su participación en la financiación al sector turístico. Está situada en una cuota en el entorno del 65% de la financiación en ambos casos, lo que significa que se ha producido un incremento en su participación en la financiación hostelera frente a lo acontecido en el periodo 1966-1985.

Conviene no olvidar, en el periodo 1986-1995, la existencia de información financiera correspondiente a otras entidades ya que por primera vez, a partir de 1989, comienzan a declarar a la CIR otras entidades financieras como las de *Factoring*, las Compañías de Arrendamiento Financiero y las Sociedades de Crédito Hipotecario.[11]

En 1990, este grupo de entidades acaparaba el 16,37% de la financiación turística pero su cuota decae en los años recesivos posteriores, quedando reducida al 8,35% en 1995, siguiendo una pauta de comportamiento semejante a la banca privada en esos últimos años del periodo y opuesta al comportamiento de las cajas de ahorro, que mejoran su participación de forma paulatina en esos años. Del total de las operaciones activas de este grupo de entidades, el sector turístico representa un porcentaje poco significativo, el 1,4% del total financiado, en parecida proporción a lo que representa el sector turístico para la banca privada (1,3%) y para las cajas de ahorro (1,35%) en el mismo periodo de tiempo.

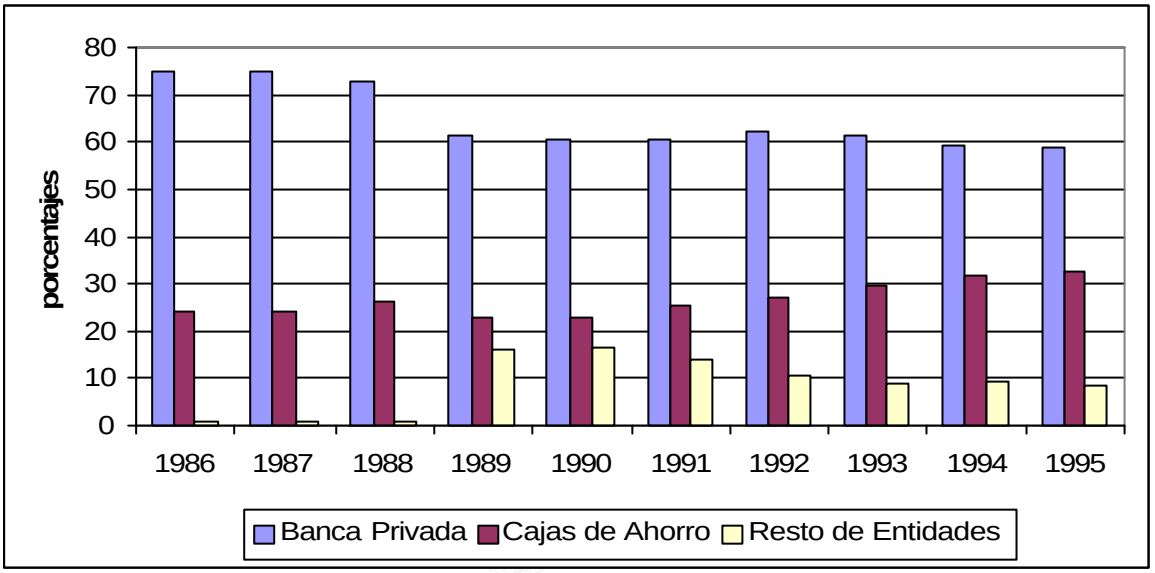
El sector hostelero vive en este periodo una etapa de consolidación del modelo turístico español, caracterizado por el predominio de los establecimientos de sol y playa, ubicados en la costa mediterránea española, así como en los archipiélagos balear y canario, fundamentalmente. Aparecen los primeros síntomas de saturación de algunos destinos y la necesidad de materializar cambios en la oferta turística española, que va a tener su incidencia en la financiación del sector. Por lo que a la financiación crediticia se refiere, al evidenciarse los primeros síntomas de diversificación del fenómeno turístico, las cajas de ahorro, más estrechamente vinculadas económicamente a ciertos territorios, van a ir ganando protagonismo en su apoyo a la actividad hostelera y ya en

[11] Todas ellas, y también el crédito oficial, quedan incluidas en el epígrafe "Resto de Entidades" en la información proporcionada por la CIR para este periodo.

este periodo de análisis se observan avances en esa dirección, que se confirmará posteriormente.

Gráfico 2.14.

CUOTA CREDITICIA DE LA BANCA PRIVADA, LAS CAJAS DE AHORRO Y EL RESTO DE ENTIDADES AL SECTOR TURÍSTICO

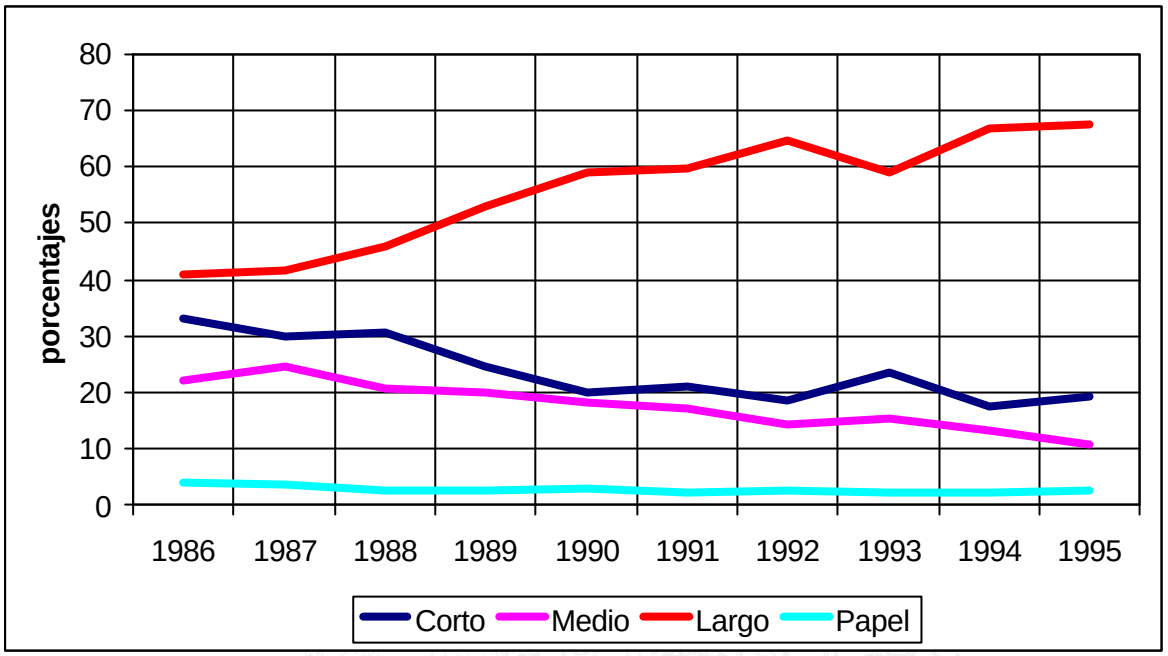


Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

En cuanto a la distribución de la financiación por plazos, la información disponible nos permite diferenciar tan sólo la financiación correspondiente al papel comercial del resto de las modalidades en su conjunto. El previsible resultado de este análisis arroja un absoluto predominio de los créditos frente al papel comercial, situándose por encima de lo ocurrido en el periodo 1966-1985. No debemos olvidar que las instituciones financieras consideran el papel comercial que genera el sector turístico como de baja calidad, siendo por ello reacios a su descuento.

Gráfico 2.15.

CRÉDITOS AL SECTOR TURÍSTICO POR PLAZOS DE AMORTIZACIÓN



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

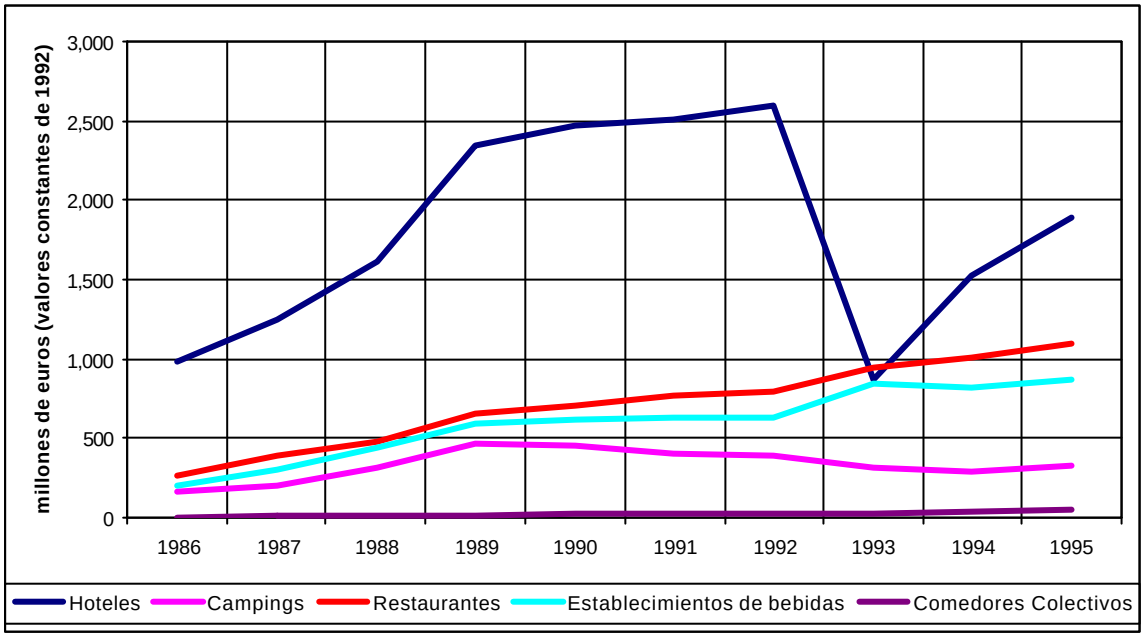
2.2.4.3. Distribución subsectorial del crédito hostelero.

La información disponible para este periodo nos permite introducir un aspecto nuevo en el análisis. Se trata de perfilar la distribución del crédito hostelero entre los diferentes subsectores que componen el sector según la CNAE-93. De las cinco actividades hosteleras, llama poderosamente la atención el comportamiento del subsector hoteles, si bien ya se ha anticipado más arriba el fuerte impacto que para el mismo supuso la crisis económica de los primeros años del decenio de los noventa, hasta el punto de registrar en 1993 una caída en la financiación crediticia recibida que lo posiciona de forma insólita –si consideramos lo acontecido hasta el momento y lo sucedido después- por debajo de restaurantes y casi al nivel de establecimientos de bebidas. Es obvio que la actividad de alojamientos en su conjunto sufre especialmente la incidencia de las dificultades económicas del periodo y la falta de confianza que temporalmente inspira en el sistema financiero.

Por su parte, los otros tres subsectores que quedarían englobados en actividades de restauración, registran a lo largo del periodo crecimientos del crédito suaves pero sostenidos, en los que la incidencia de los problemas económicos generales no se deja sentir en el ámbito de su financiación.

Gráfico 2.16.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO TURÍSTICO POR SUBSECTORES ENTRE 1986 Y 1995



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

En lo que se refiere al comportamiento crediticio de las diferentes entidades financieras a la hora de cubrir las necesidades de los cinco subsectores, los registros observados son dispares. Si analizamos a los bancos, se presenta un claro predominio del apoyo crediticio a hoteles, con una importante debacle en 1993, a la que también se suman los campings aunque de una forma mucho más matizada (habría que considerar que la incidencia del apoyo crediticio por parte de los bancos a los campings es mucho más reducida que a los hoteles). Pasado el impacto de 1993, se recupera la senda ascendente en el apoyo de los bancos a la actividad de alojamientos, aunque en el periodo de análisis no se alcanzarán de nuevo las cotas de 1992.

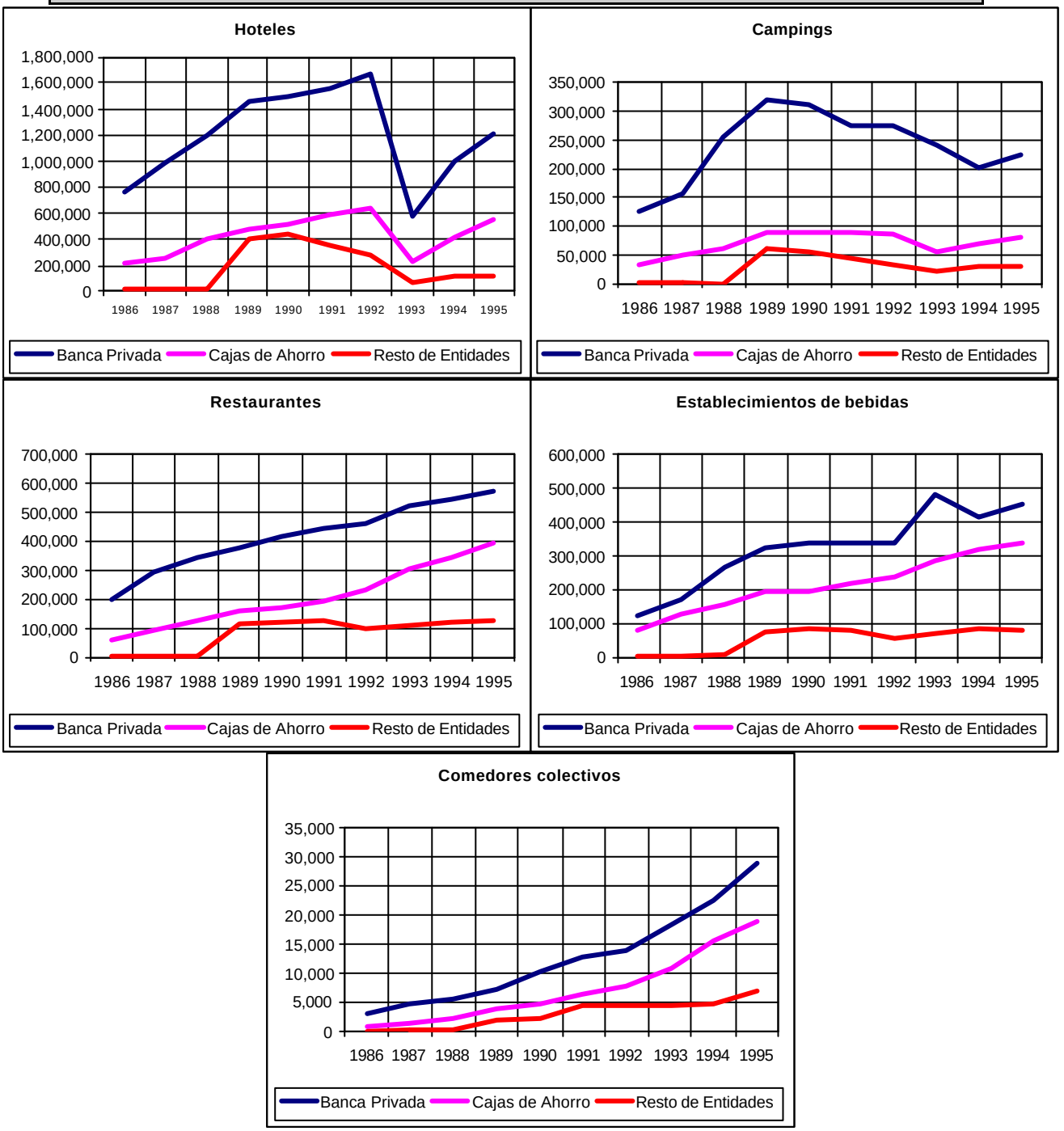
A pesar de que los bancos orientan su financiación hacia los alojamientos, no descuidan ciertos apoyos financieros a la restauración. Así, aunque en niveles relativamente menores que en hoteles, el crédito a restaurantes y establecimientos de bebidas sigue una senda creciente; sin interrupción alguna en el caso de los primeros y algo menos estable para los segundos, lo que prueba que el ciclo económico tiene una escasa influencia en el crédito que los restaurantes reciben de los bancos en el periodo. En cuanto a la otra actividad de restauración, los comedores colectivos, el apoyo bancario es prácticamente inexistente, manteniéndose así a lo largo de todo el periodo.

Cuando observamos el comportamiento del crédito procedente de cajas de ahorro a los hoteles, la senda de crecimiento es similar a la de los bancos. Sin embargo, el importe del apoyo es muy inferior. De hecho, el principal rasgo diferencial en el comportamiento de las cajas de ahorro frente a los bancos, al margen de un apoyo conjunto al sector hostelero más limitado, es que en 1993 su preferencia pasa de financiar prioritariamente a los hoteles a dar preeminencia a otros subsectores, como restaurantes y establecimientos de bebidas, así como el hecho de que la senda de crecimiento de la financiación a estos dos últimos es mucho más marcada.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Gráfico 2.17.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO TURÍSTICO POR SUBSECTORES Y ENTIDADES ENTRE 1986 Y 1995



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

2.2.5. Situación actual de la financiación hostelera.

En la actualidad el sector turístico sigue recurriendo a las fuentes de financiación crediticia habituales, las ya estudiadas hasta 1995. La irrupción de algunos intermediarios financieros cobra cierta importancia para el sector en la década de los noventa pero su comportamiento no difiere en exceso de lo acontecido para el conjunto de los sectores económicos. Los productos financieros ofertados por la banca privada y las cajas de ahorro siguen protagonizando la financiación turística de carácter intermediado.

Las empresas del sector turístico han captado tradicionalmente sus recursos financieros como recursos ajenos de carácter intermediado más que por la vía de las ampliaciones de capital u otras. Esto podría explicarse recurriendo a razones conectadas con el grado de flexibilidad que han presentado los mercados financieros, pero este análisis de la coyuntura turística desde el punto de vista de la financiación del sector trata de corroborar que las fientes de financiación del sector turístico siguen siendo los recursos ofrecidos por el sector bancario a través de sus productos financieros más tradicionales, manteniéndose aún en la actualidad el sector objeto de este trabajo bastante alejado de los procesos de innovación financiera acaecidos en España, si bien se vislumbra la posibilidad de ciertas alteraciones en este panorama. Éstas vendrían fundamentalmente de la mano de algunas grandes empresas del sector, así como de aquéllas conectadas a determinadas innovaciones tecnológicas.

En el terreno operativo, no existen apenas distinciones en los servicios que los intermediarios financieros tradicionales ofrecen a su clientela. Los productos financieros que comercializan son similares pero partían de la especialización en clientes distintos. Mientras los bancos centraban sus operaciones en la satisfacción de las necesidades de las empresas y familias con recursos económicos elevados, las cajas de ahorro lo hacían en la atención de las economías familiares de clase media. Esta especialización inicial de servicios condujo a que cada uno de estos intermediarios financieros obtuviera sus recursos, en general, de una forma distinta y que determinados productos financieros fueran mejor gestionados por uno u otro grupo. Así, por ejemplo, la especialización tradicional de las cajas las ha decantado hacia la financiación de viviendas mediante

préstamos hipotecarios mientras a los bancos los ha orientado al dominio de los mercados de descuento comercial y de la financiación a empresas. Sin embargo, esta situación ya cambió sustancialmente en el periodo inicialmente estudiado en el apartado anterior y ha seguido evolucionando en etapas más recientes.

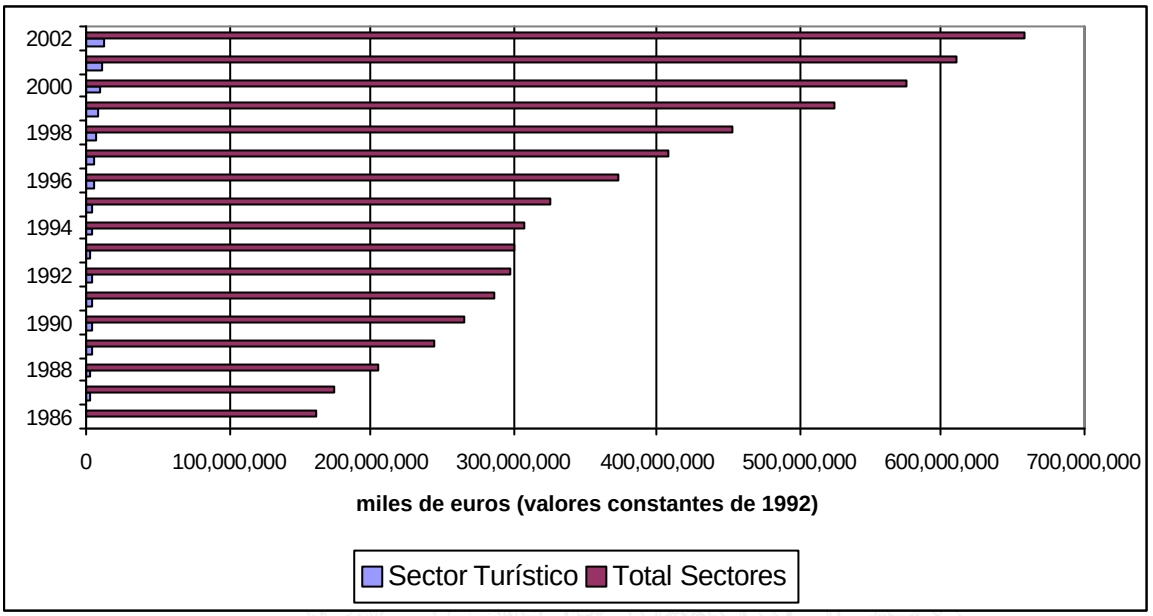
2.2.5.1. La financiación intermediada del sector hostelero español en el periodo 1996-2002.

En primer lugar, cabe incorporar una breve explicación acerca del periodo elegido como representativo de la realidad actual del sector hostelero y debemos apuntar diversas razones como justificativas de dicha elección. Se produce un cambio en el ciclo económico que nos sitúa en una etapa de crecimiento económico con estabilidad coincidente con el esfuerzo realizado por la economía española para alcanzar la convergencia nominal que permita el acceso al proyecto de Unión Económica y Monetaria. Los cambios registrados en la orientación de la política turística marcan un escenario diferenciado del anterior en lo que a la evolución y prioridades de la actividad hostelera se refiere. La internacionalización de la actividad hostelera es un hecho novedoso que se intensifica en este periodo afectando a un buen número de empresas turísticas en general, y hoteleras, en particular, realidad en la que se ven inmersas, sin duda, las empresas líderes del sector, enfrentadas a una cada vez más intensa competencia internacional.

En este nuevo marco, llegado el momento de analizar la distribución de la financiación intermediada al sector turístico en la actualidad, el predominio absoluto es para la banca privada aunque la proporción que dicha financiación representa en el conjunto de las operaciones de activo de los bancos sea todavía insignificante y semejante para las cajas de ahorro y para el resto de entidades (cerca de un dos por ciento del total de la financiación de la actividad económica corresponde al sector turístico) (Gráficos 2.18 y 2.19).

Gráfico 2.18.

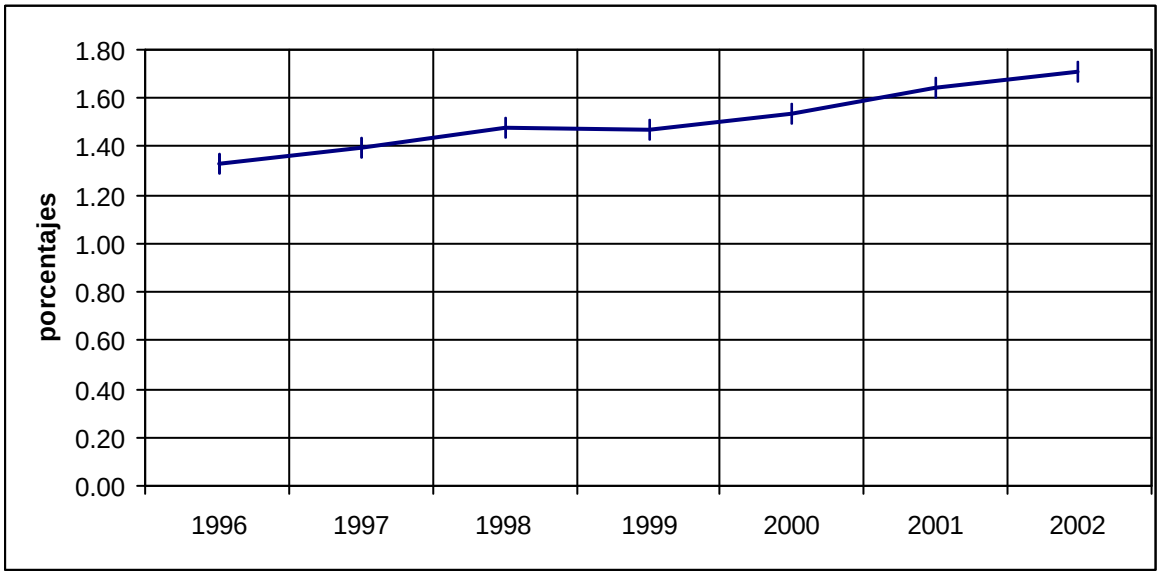
CUOTA DEL SECTOR TURÍSTICO EN EL MERCADO CREDITICIO



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Gráfico 2.19.

EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL SECTOR TURÍSTICO EN EL MERCADO CREDITICIO



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Bien es cierto que la evolución experimentada en los últimos años, de acuerdo con los datos proporcionados por la CIR del Banco de España, indica un importante crecimiento que va del 1,33% del que partíamos en 1996, al 1,71% en 2002 (Gráfico 2.19).

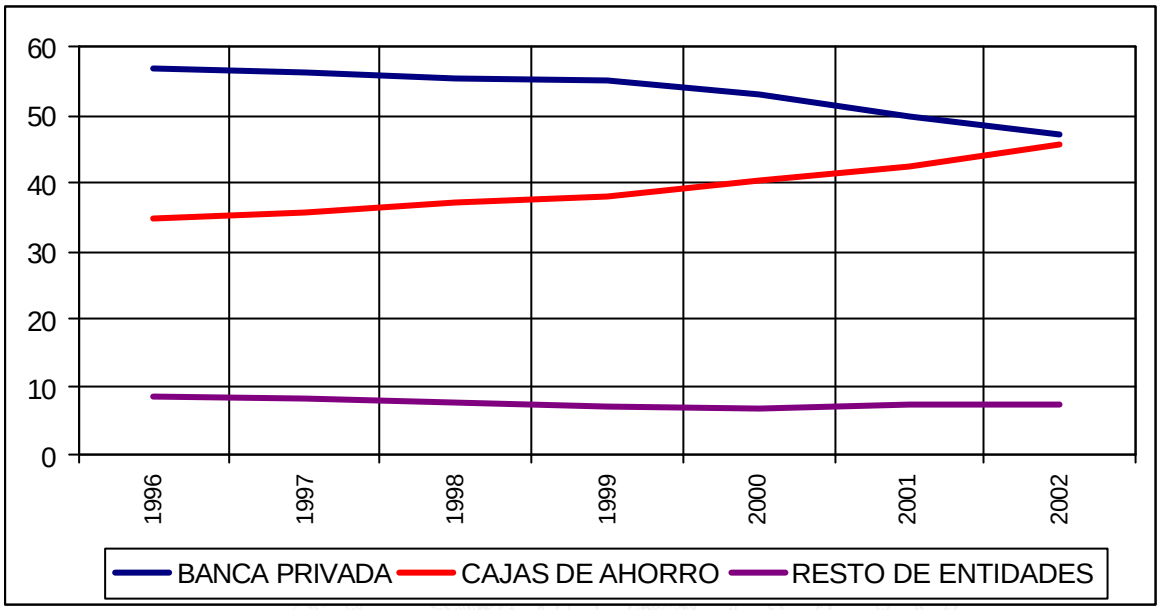
El volumen de recursos crediticios destinados al sector turístico en 2002 continúa evolucionando al alza, alcanzando una cuantía cercana a los 16.000 millones de euros en términos corrientes frente a los 932.000 millones de euros corrientes que corresponden a la financiación crediticia del conjunto de las actividades económicas. El crecimiento experimentado por la cuota de participación del sector hostelero en la actividad crediticia ha sido suave pero ascendente en todo el periodo, con la única excepción de un ligero recorte en 1999. No obstante, continúa llamando la atención la escasa significación de la cuota turística, teniendo en cuenta la importancia económica del sector turístico en nuestro país, aunque conviene constatar que se trata de una situación recurrente a lo largo de las últimas décadas, como ya ha sido expresado en este trabajo.

Si analizamos la distribución de la financiación turística por entidades financieras, se observa que en los últimos años analizados todas las entidades incrementan sus aportaciones a la financiación del sector y se consolida la tendencia anteriormente expuesta en lo que se refiere a la caída en la participación de la banca privada –que intensifica su ritmo descendente en términos porcentuales desde 1999- y el aumento de la participación de la financiación procedente de las cajas de ahorro (Gráfico 2.20)

Gráfico 2.20.

CRÉDITO AL SECTOR TURÍSTICO POR TIPO DE ENTIDAD

(porcentajes)

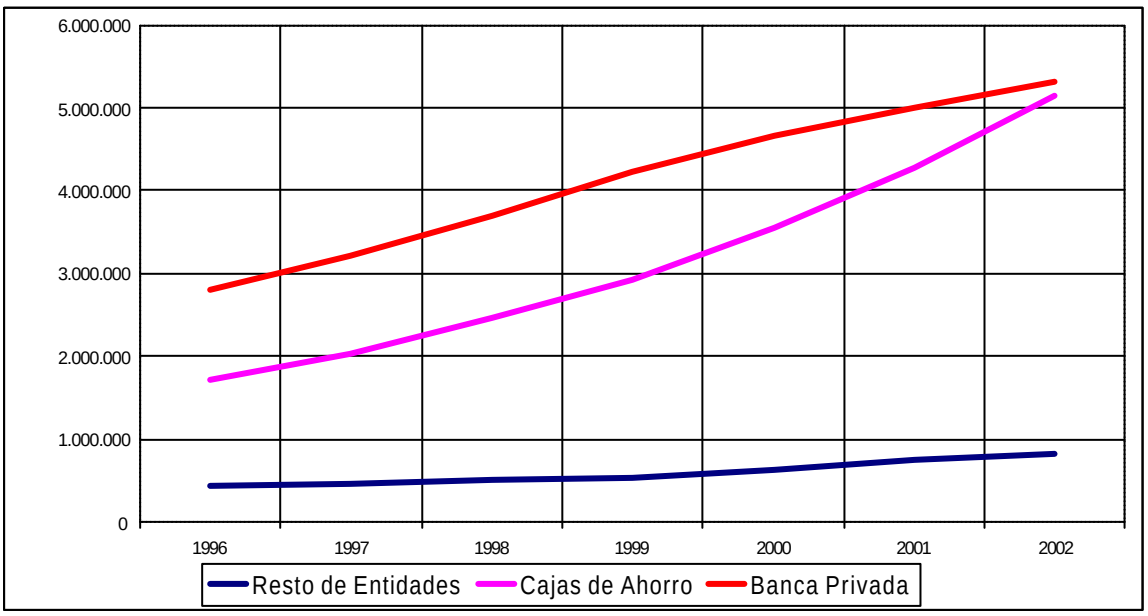


Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Gráfico 2.21.

CRÉDITO AL SECTOR TURÍSTICO POR TIPO DE ENTIDAD

(miles de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

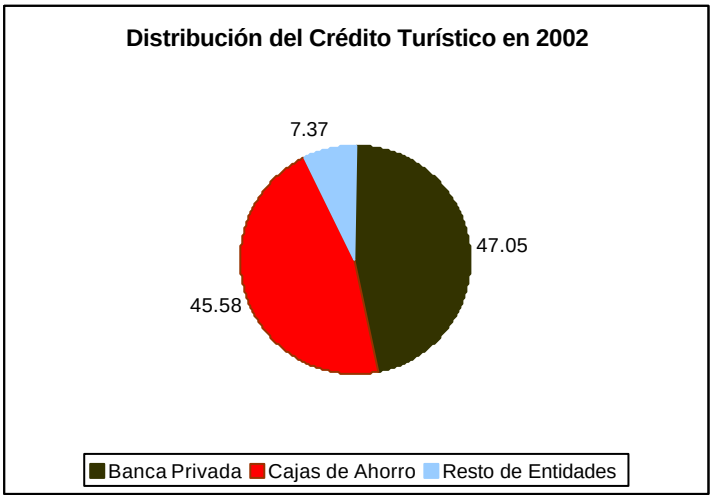
Llama la atención ese comportamiento imparablemente expansivo del crédito hostelero, sobre todo si tenemos en cuenta que desde 2001, la economía española ha registrado una desaceleración en su ritmo de crecimiento y también ha sido así para el sector turístico, especialmente afectado por acontecimientos como los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 y conflictos de orden geopolítico posteriores, al margen de los efectos de la propia desaceleración económica mundial. Sin embargo, el impacto de la coyuntura económica tampoco se ha dejado sentir especialmente en el conjunto de la actividad crediticia, con la única salvedad de la ralentización en el ritmo de crecimiento de las operaciones activas de los bancos (Gráfico 2.21).

En 2002, las cajas de ahorro prácticamente han alcanzado la posición de los bancos, tradicionalmente dominantes en la financiación crediticia al sector hostelero, indicativo de la culminación de un proceso de convergencia entre ambos tipos de instituciones a la hora de atender las necesidades crediticias del sector de la hostelería español.

El predominio de la banca privada aún se mantiene, acaparando un 47 por ciento del crédito hostelero, pero la posición de las cajas de ahorro es muy próxima, con un 45,6 por ciento, dejando claramente relegadas al resto de entidades, que suponen un 7,4 por ciento de la financiación crediticia recibida por el sector hostelero (Gráfico 2.22).

Gráfico 2.22.

CRÉDITO AL SECTOR TURÍSTICO POR TIPO DE ENTIDAD EN 2002 (porcentajes)



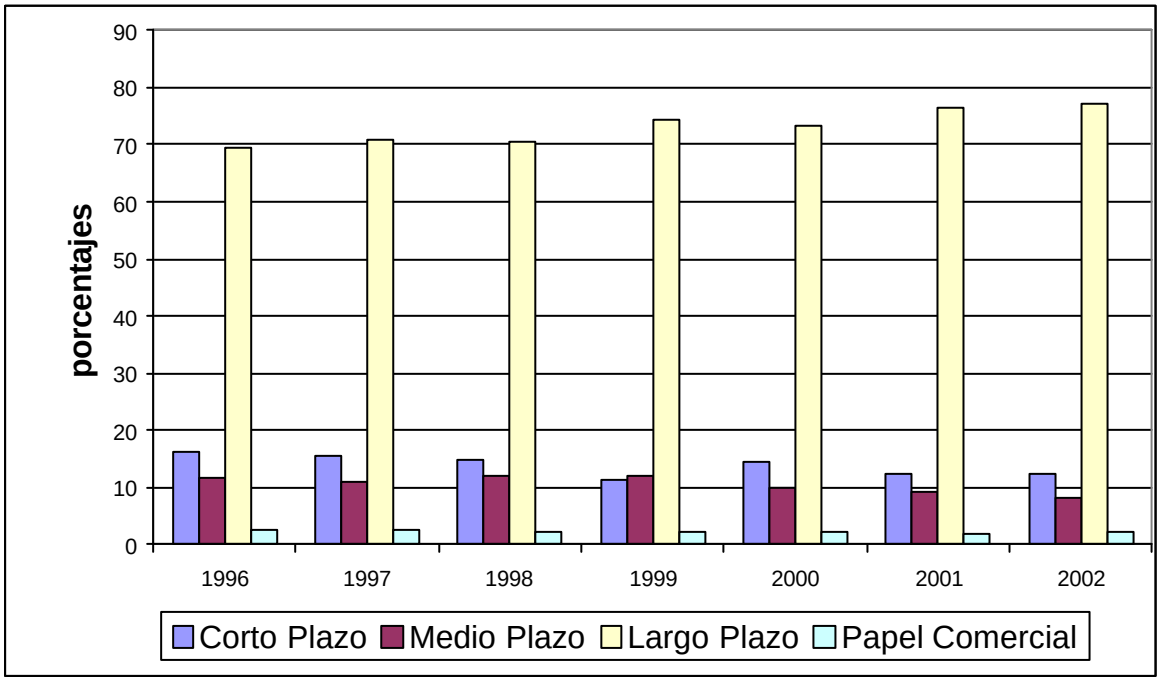
Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Si observamos los datos correspondientes a la distribución de los créditos por plazos de endeudamiento (ver Gráfico 2.23) se confirma el claro predominio de la financiación a largo plazo –73,2% del total en valor medio del periodo-, que continúa su trayectoria alcista ganando cerca de ocho porcentuales en 2002 frente a lo registrado en 1996. Los créditos con plazos más reducidos, tal y como viene siendo habitual en esta década, se sitúan a gran distancia del largo plazo en su representatividad; los créditos a corto plazo se conforman como la segunda opción, a gran distancia de la financiación a largo plazo ya que tan sólo representan el 12,4% del total en 2002, seguidos por los créditos a medio plazo, que después de un repunte en 1999 que los situó como segunda opción, vuelven a ocupar su posición tradicional.

Por su parte, el papel comercial sigue siendo escasamente representativo en la distribución del crédito al sector turístico por plazos de endeudamiento, manteniendo su nivel prácticamente inalterado a lo largo de todo el periodo. Pareció registrar un comportamiento a la baja hasta 1999 pero recupera suavemente su discreta presencia en el crédito hostelero.

Gráfico 2.23.

CRÉDITOS DECLARADOS AL SECTOR TURÍSTICO POR PLAZOS DE AMORTIZACIÓN

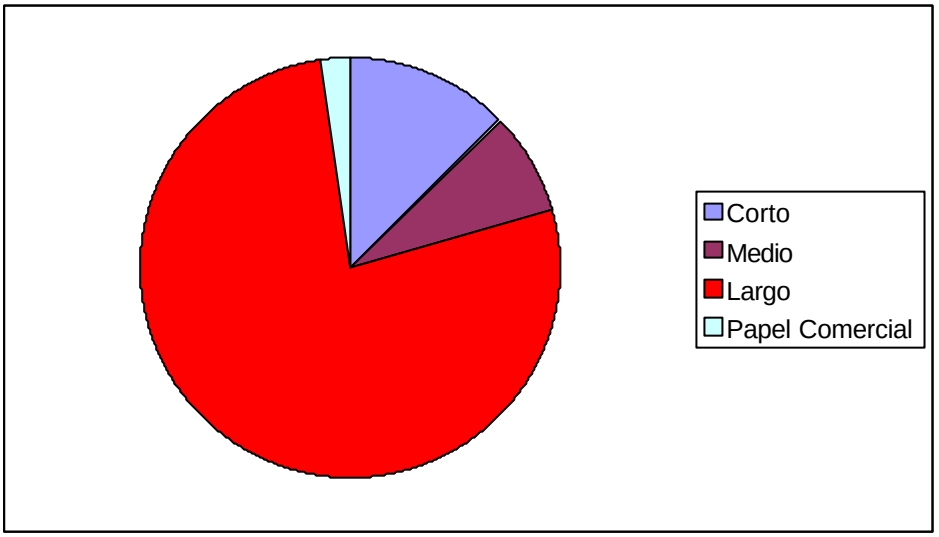


Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Así, se confirmaría un panorama de gran estabilidad en la disposición de recursos crediticios a favor del sector turístico, gozando éste de financiación por parte de los principales intermediarios financieros favorecedora del acometimiento de proyectos que exigen un cierto proceso de maduración y confianza entre prestamistas y prestatarios.

Gráfico 2.24.

CRÉDITOS DECLARADOS AL SECTOR TURÍSTICO POR PLAZOS DE AMORTIZACIÓN EN 2002
(porcentajes)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

2.2.5.2. Análisis subsectorial de la financiación intermediada de las actividades hosteleras en la actualidad.

Si analizamos la estructura del crédito turístico desde un punto de vista subsectorial (ver Gráfico 2.25), podemos destacar la idea de estabilidad de dicha estructura en 2002 frente a lo registrado en los ejercicios anteriores.

Habría que confirmar que el sector hotelero sigue siendo el protagonista entre las actividades turísticas a la hora de recibir recursos crediticios del sistema financiero, representando más del 50% de la financiación en 2002, triplicando la cuantía del crédito percibido en euros corrientes entre 1996 y 2002. Al mismo tiempo, llama la atención el

hecho de su evolución reciente ya que durante todo el periodo el sector hotelero va incrementado su peso en la recepción de recursos crediticios pero intensifica el crecimiento de dicha participación en los últimos años, a partir de 1999, precisamente cuando la coyuntura económica comienza a ser menos favorable y el sector turístico experimenta síntomas de conflictividad internacional, lo que iría en línea con algunos postulados de las teorías del ciclo inmobiliario (Taltavull, 2001), confirmando la impronta inmobiliaria de la financiación hotelera.

Asimismo, el periodo analizado representa la etapa más vigorosa en el crecimiento y la expansión del subsector hoteles, reforzando su atractivo ante los agentes inversores y financiadores, tanto nacionales como internacionales. Hay que considerar en ese contexto las nuevas opciones de obtención de recursos financieros que surgen para la actividad hotelera, a partir de contemplar como posibilidad, materializada en algún caso, el acceso a los mercados directos de las empresas del sector como gran alternativa de financiación.

Observamos en esta etapa la existencia de compañías hoteleras más preparadas para hacer frente a los retos que plantea un marco de actuación globalizado, que han recuperado la confianza del sector crediticio después de los problemas acaecidos en la etapa anterior, al margen del valor de refugio que pueden plantear como apuesta en situaciones difíciles. El sector turístico cuenta entre sus empresas líderes con varias compañías hoteleras que en este periodo van a acaparar la atención de muchos inversores. El sistema crediticio no va a permanecer al margen de esa realidad en la que tomará partido no sólo como prestamista, sino a partir de ahora también como inversor.

La segunda posición en la recepción de créditos correspondería a los restaurantes, que sin embargo, ven decrecer su participación en más de tres puntos porcentuales frente a 1996 a pesar de confirmar su representatividad al acaparar más del 24% de los créditos del sector hostelero en 2002, no alcanzando la mitad de la cuota de los hoteles. Si centramos el análisis en los importes percibidos, éstos no han dejado de crecer en términos constantes y corrientes a lo largo de todo el periodo, más que duplicando en 2002 el importe de 1996.

Los establecimientos de bebidas siguen su ligero pero ininterrumpido descenso que viene registrándose en los años noventa y se sitúan en 2002 por debajo del 16% a la hora de recibir recursos ajenos del sistema financiero. Llegaron a situarse a menos de un punto porcentual de la cuota de los hoteles en 1993; sin embargo, los importes percibidos por los bares y cafeterías han pasado de los 1.300 millones de euros en 1996 a rozar los 2.500 millones de euros en 2002, registrando la evolución menos expansiva del conjunto de subsectores hosteleros.

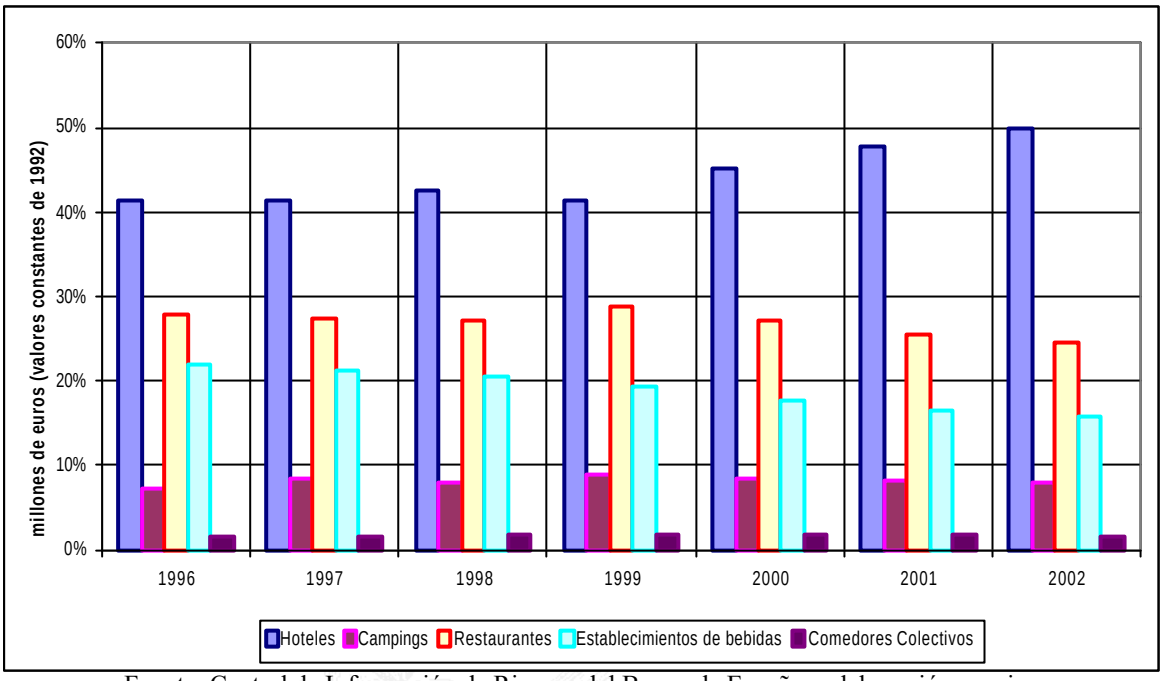
Los campings y otros tipos de hospedaje de corta duración se colocan a bastante distancia de los anteriores manteniéndose a lo largo del periodo de estudio en el entorno del 8%, aunque registrando ligeras oscilaciones en su porcentaje de participación; desde la óptica del crédito percibido, han triplicado prácticamente los importes obtenidos.

Finalmente, los comedores colectivos y las actividades de provisión de comidas preparadas parecen ser los menos dados a recurrir al crédito o los menos atractivos para las instituciones crediticias y su participación en 2002 en la estructura subsectorial del crédito turístico continúa siendo muy modesta, sin llegar a alcanzar el 2%, proporción que nos informa de la gran estabilidad de la participación de los comedores colectivos en la financiación del sector que se mantiene desde 1996; este subsector, no obstante, ha triplicado la cuantía de crédito percibido entre 1996 y 2002.

Gráfico 2.25.

ESTRUCTURA DEL CRÉDITO TURÍSTICO POR SUBSECTORES

(porcentajes)

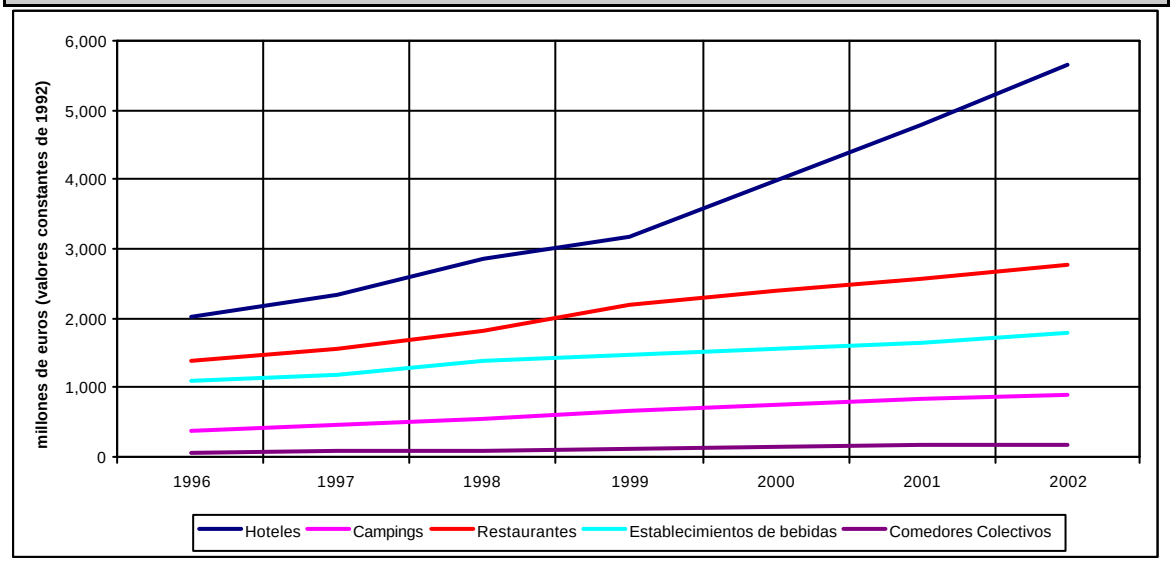


Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Gráfico 2.26.

ESTRUCTURA DEL CRÉDITO TURÍSTICO POR SUBSECTORES

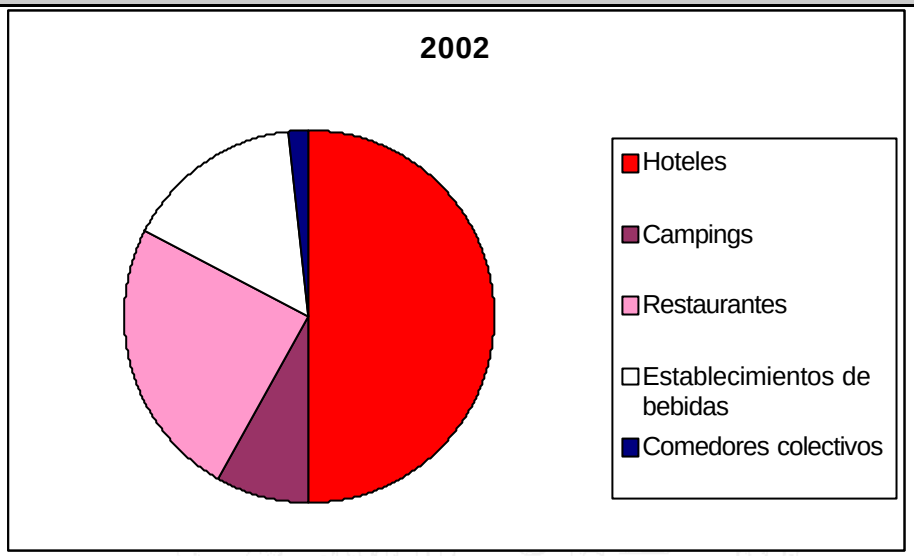
(millones de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Gráfico 2.27.

ESTRUCTURA DEL CRÉDITO TURÍSTICO POR SUBSECTORES EN 2002



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Finalmente, en el marco de la financiación subsectorial por tipo de entidades (ver Gráfico 2.28), el año 2002 confirma la tendencia ya apuntada en ejercicios anteriores. La banca privada acapara el protagonismo especialmente en la financiación de hoteles y otros tipos de hospedaje asimilados (hoteles, moteles, hostales y pensiones, todos ellos con y sin restaurante), subsector en el que representa más del 50% de la financiación otorgada, si bien es cierto que registra un retroceso importante frente a ejercicios anteriores –en 1996 la banca acaparaba el 61% del crédito hotelero-, mientras que las cajas de ahorro continúan incrementando su participación ya que en 1996 representaban el 32% y en 2002 superan el 44% de la financiación hotelera a través del crédito, permaneciendo el resto de entidades en una posición prácticamente residual, un 5,4%, registrando ligeras oscilaciones a lo largo del periodo de estudio.

El perfil que presentan los restantes subsectores es sensiblemente distinto, como puede observarse en el Gráfico 2.28, fundamentalmente por el menor protagonismo de la banca, si bien en todos era la que ocupaba el primer lugar a la hora de canalizar los recursos crediticios, 2002 nos ofrece ya un panorama muy diferente. Solamente en los subsectores hoteles y comedores colectivos, los bancos siguen ostentando la primera posición, mientras que en los otros tres subsectores el predominio en el crédito ha pasado a las cajas de ahorro.

Dicha tendencia a la sustitución del liderazgo de los bancos por el de las cajas de ahorro en proporcionar crédito a los diferentes subsectores hosteleros se apuntaba desde tiempo atrás, pero no se había materializado con tanta contundencia hasta el año 2002. La presencia de los bancos en la financiación hotelera ha sido creciente, desde el punto de vista de las cantidades aportadas a lo largo de todo el periodo, pero ha quedado estancada desde 1999 en el resto de las actividades hosteleras.

En conjunto, la banca privada sigue siendo líder en cuantía y cuota de crédito turístico. Por su parte, las cajas de ahorro se han posicionado en 2002 con la cuota máxima en la aportación de fondos crediticios a campings, restaurantes y establecimientos de bebidas, después de años de arrebatar paulatinamente posiciones a la banca privada. Así, tanto en campings y otros tipos de hospedaje de corta duración, como en restaurantes y establecimientos de bebidas, su participación supera el 45% de la financiación recibida por estos subsectores.

El comportamiento crediticio de las cajas de ahorro ha cambiado. Mientras hasta 1999 venían presentando una estructura de financiación más equilibrada en el ámbito subsectorial del turismo, al conceder su financiación de forma menos concentrada, en 2002 registran un mayor sesgo hotelero, reproduciendo con ello la estructura de financiación subsectorial típica de los bancos.

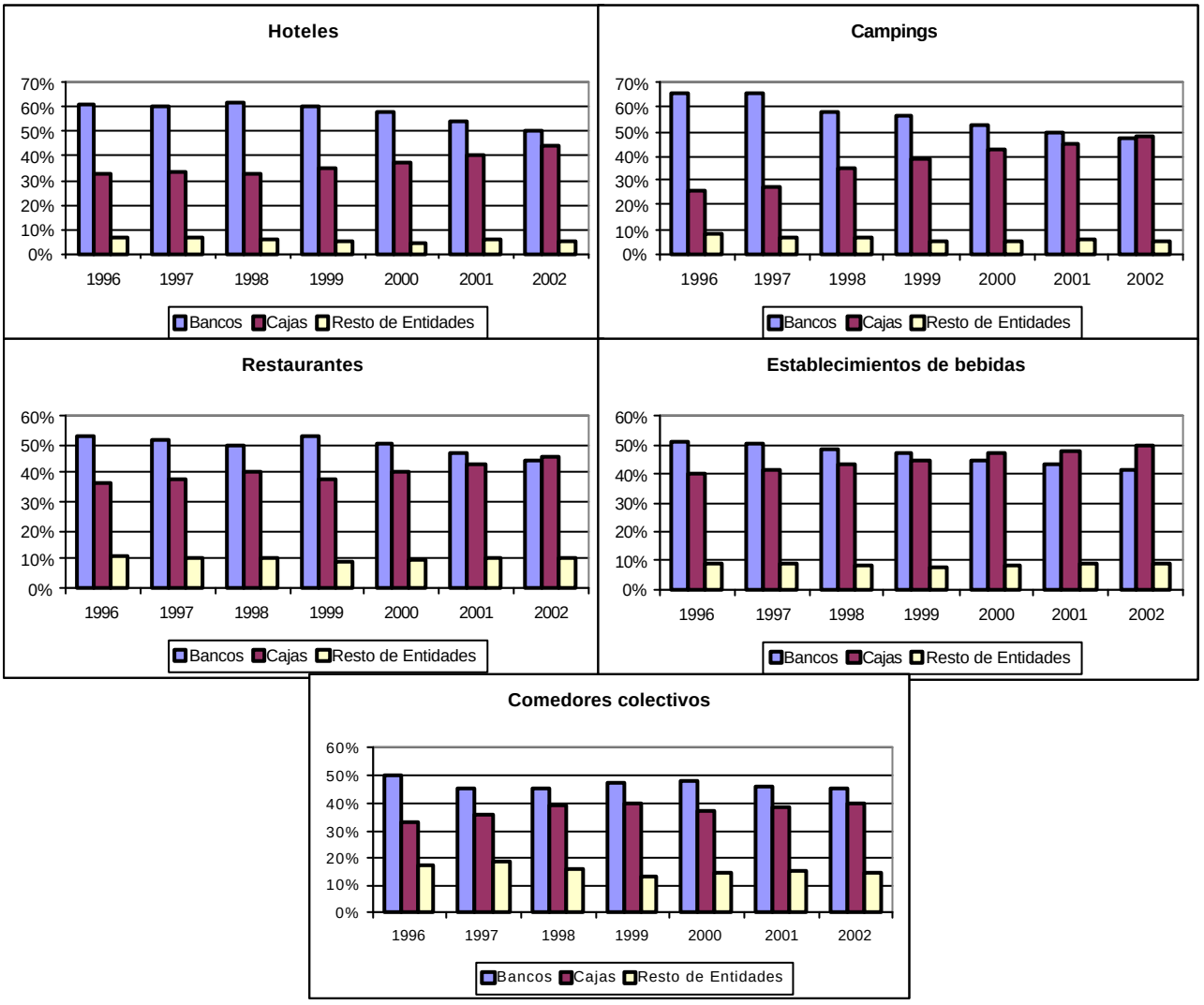
El resto de entidades sigue manteniendo en 2002 un discreto papel en términos cuantitativos, destacando su mayor representatividad en el caso de los comedores colectivos y provisión de comidas preparadas, para los que representa más del 14% de la financiación crediticia, así como en el subsector restaurantes, para el que supone una proporción por encima del 10%, mientras que en el caso de los establecimientos de bebidas estaríamos ante una cuota superior al 9% de los recursos recibidos por este subsector. Por último, el análisis del papel del resto de entidades financieras en la financiación de campings y otros tipos de hospedaje de corta duración arroja una cifra del 5%, al igual que sucede en la financiación de hoteles. Cabe destacar en el caso de estas entidades, frente a la distribución registrada en periodos anteriores, cierta alteración en la orientación de sus preferencias. El destino fundamental de sus recursos venía siendo el sector restaurantes seguido de hoteles, pero en el caso de los hoteles la

participación de estas entidades es poco significativa en relación con la banca privada o las cajas de ahorro. Sin embargo, también para el resto de entidades, el subsector hoteles se ha convertido en el preferido desde 2001.

Gráfico 2.28.

ESTRUCTURA DEL CRÉDITO TURÍSTICO POR SUBSECTORES Y ENTIDADES EN EL PERIODO 1996-2002

(porcentajes)

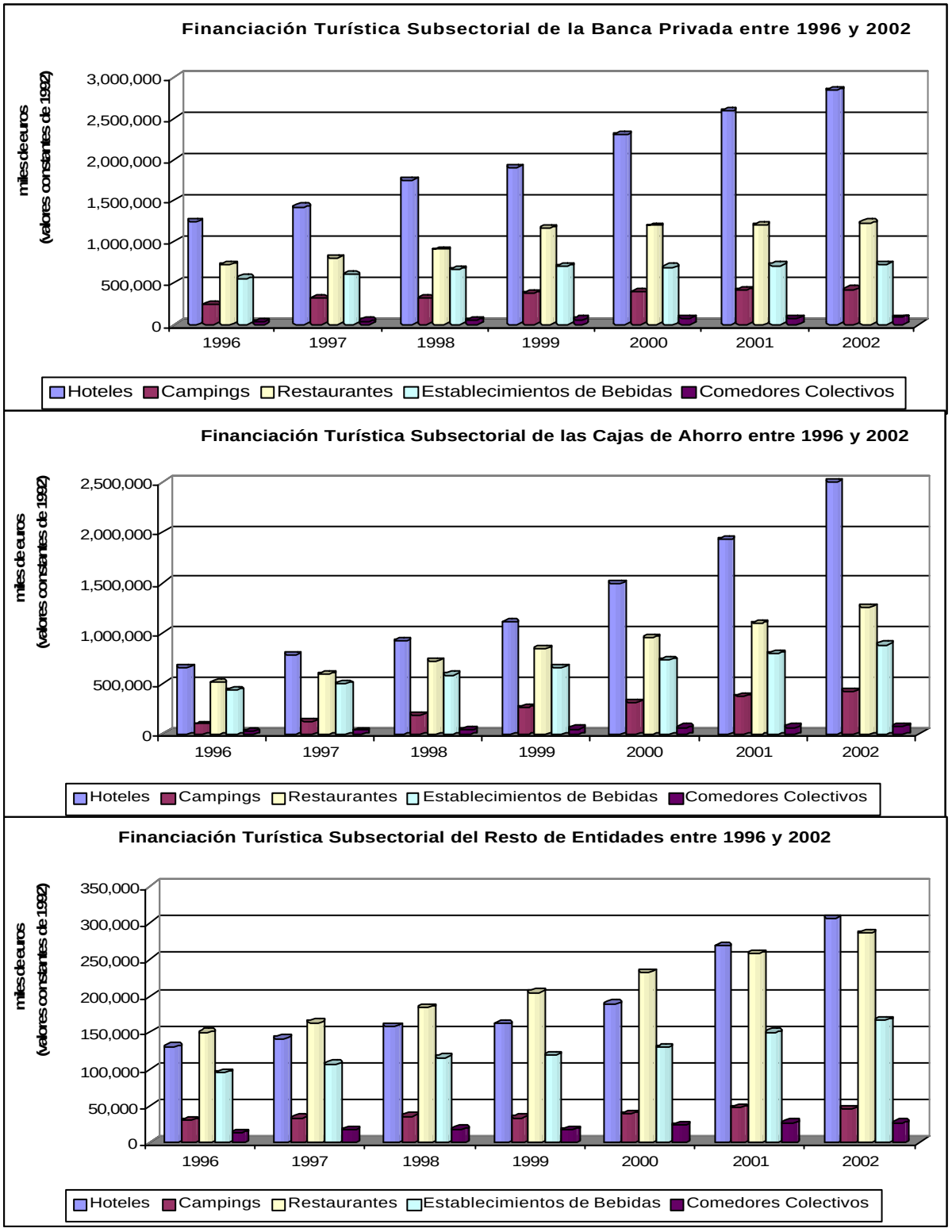


Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Gráfico 2.29.

ESTRUCTURA DEL CRÉDITO TURÍSTICO POR SUBSECTORES Y ENTIDADES EN EL PERIODO 1996-2002

(miles de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

2.2.6. Proyección del comportamiento de bancos y cajas de ahorro como principales intermediarios financieros en el sector hostelero.

Partimos de los datos contenidos en el Cuadro 2.7 que informan sobre los créditos de los principales intermediarios financieros a todos los sectores económicos en general y al sector hostelero en particular durante el periodo 1966 a 1999.

Cuadro 2.7.

CRÉDITOS DECLARADOS AL TOTAL DE SECTORES Y AL SECTOR TURÍSTICO POR EL SISTEMA CREDITICIO

(en miles de euros, valores constantes de 1992)

	Resto de Entidades		Cajas de Ahorro		Bancos		Sistema Crediticio	
Años	Todos los Sectores	Sector Turístico	Todos los Sectores	Sector Turístico	Todos los Sectores	Sector Turístico	Todos los Sectores	Sector Turístico
1966	3,201,811	88,093	1,292,378	62,760	36,294,850	155,429	40,789,039	306,281
1967	4,347,626	128,425	1,464,058	68,360	39,472,510	172,897	45,284,195	369,682
1968	4,272,956	241,066	1,679,265	76,330	45,107,871	234,699	51,060,091	552,095
1969	5,515,524	301,085	2,181,882	106,522	53,753,757	313,406	61,451,162	721,014
1970	5,166,825	314,712	3,088,713	150,140	60,335,251	391,679	68,590,789	856,530
1971	5,352,521	341,653	3,571,018	181,718	71,695,044	539,772	80,618,584	1,063,143
1972	5,170,611	397,819	4,456,086	238,541	86,841,231	744,358	96,467,928	1,380,718
1973	2,865,161	524,556	6,814,512	269,828	101,413,693	959,862	111,093,366	1,754,247
1974	5,834,157	643,555	8,971,592	361,184	110,144,153	1,001,374	124,949,902	2,006,112
1975	7,065,057	742,574	12,114,568	330,459	116,975,511	969,515	136,155,135	2,042,548
1976	9,347,554	672,946	11,608,403	260,727	111,221,099	848,992	132,177,056	1,782,665
1977	10,558,658	576,041	11,648,948	233,836	106,255,175	695,223	128,462,781	1,505,099
1978	10,378,319	480,766	10,679,046	220,829	100,425,218	632,452	121,482,583	1,334,047
1979	9,720,535	377,682	11,224,420	213,591	101,529,743	568,932	122,474,697	1,160,204
1980	8,111,065	288,568	11,673,118	206,400	106,612,344	595,158	126,396,527	1,090,126
1981	8,618,555	265,708	12,254,767	191,292	110,530,159	638,527	131,403,481	1,095,527
1982	9,313,798	246,283	16,019,201	219,878	115,667,037	654,916	141,000,036	1,121,076
1983	8,683,790	219,387	19,399,845	273,575	114,837,774	726,800	142,921,409	1,219,762
1984	32,789,139	118,683	24,690,061	218,392	96,177,792	610,479	153,656,992	947,554
1985	45,426,719	90,686	26,018,500	280,629	81,967,994	818,128	153,413,213	1,189,442
1986	6,176,304	15,200	30,059,964	390,511	124,666,017	1,214,153	160,902,286	1,619,865
1987	6,313,403	20,644	38,653,612	523,459	129,924,097	1,611,046	174,891,112	2,155,148
1988	6,485,886	23,947	49,462,390	749,127	148,129,503	2,074,214	204,077,779	2,847,287
1989	26,174,843	651,106	59,724,509	929,508	158,604,661	2,491,610	244,504,014	4,072,224
1990	29,016,867	698,205	65,410,942	982,655	170,659,071	2,583,269	265,086,880	4,264,128
1991	30,994,721	612,217	75,537,653	1,096,533	180,519,496	2,629,138	287,051,870	4,337,888
1992	26,052,227	472,357	84,134,122	1,200,927	187,189,217	2,763,357	297,375,566	4,436,640
1993	24,341,309	268,763	90,898,693	883,233	183,949,315	1,838,683	299,189,316	2,990,678
1994	23,339,484	340,115	99,404,047	1,167,161	185,353,498	2,184,587	308,097,030	3,691,862
1995	24,176,571	353,309	105,958,848	1,386,067	195,746,307	2,489,429	325,881,725	4,228,806
1996	37,955,069	419,524	121,810,633	1,721,478	213,623,007	2,813,128	373,388,709	4,954,129
1997	39,853,207	463,239	139,223,676	2,038,453	228,604,433	3,201,081	407,681,316	5,702,772
1998	42,117,194	514,010	161,157,518	2,473,291	249,531,073	3,699,678	452,805,785	6,686,979
1999	47,986,430	537,732	185,911,346	2,925,826	290,596,805	4,228,895	524,494,581	7,692,453
2000	51,552,500	614,915	218,753,168	3,559,379	304,899,994	4,667,456	575,205,662	8,841,751
2001	56,391,478	748,217	243,268,875	4,268,169	310,779,263	5,006,495	610,439,617	10,022,881
2002	58,549,388	832,249	275,735,776	5,147,743	325,039,639	5,314,224	659,324,803	11,294,216

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

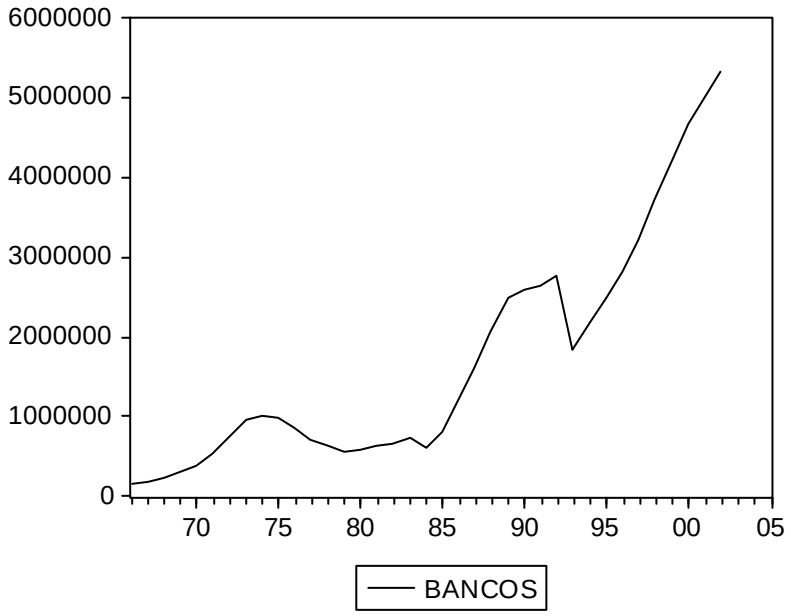
Con esta información se ha realizado una proyección desde el año 2003 hasta el 2005 utilizando una previsión de carácter cuantitativo univariante, ya que tenemos registrada información sobre el pasado del fenómeno que queremos estudiar, en forma de serie temporal con un total de 37 observaciones anuales. La metodología elegida consiste en la aplicación de un modelo ARIMA univariante (Box y Jenkins, 1976).

El comportamiento registrado durante el periodo analizado se presenta en los gráficos 2.30 y 2.31 en los que se aprecia, tanto para la financiación de los bancos como de las cajas de ahorro, un importante crecimiento a partir de mediados de los 80, coincidiendo con un periodo de notable expansión económica, para experimentar una leve caída en 1993[1], momento especialmente difícil para la economía española, con importante repercusión en el sector turístico, tal y como se ha comentado en otros apartados de este trabajo, para traducirse en un mayor crecimiento a partir de este año.

Gráfico 2.30.

Financiación turística por los bancos

(en miles de euros, valores constantes de 1992)



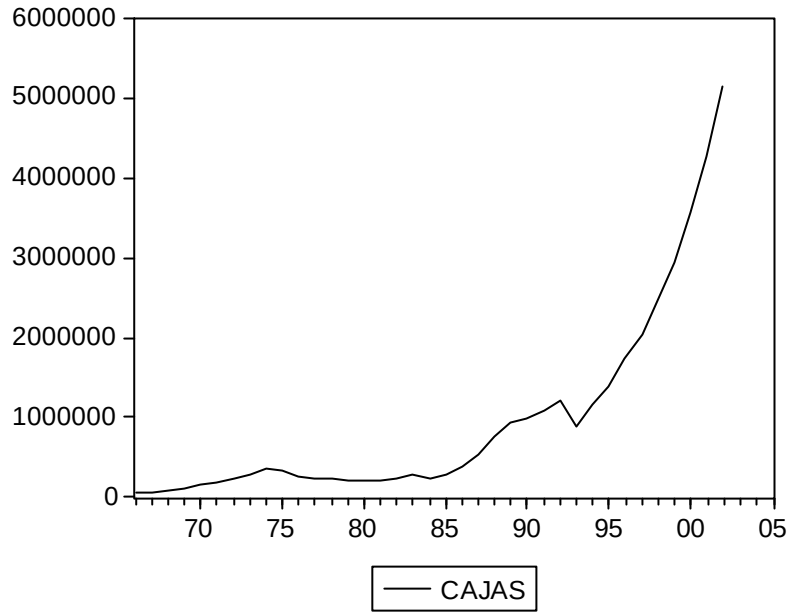
Fuente: elaboración propia.

[1] Quizás la introducción de la clasificación de actividades económicas CNAE-93, que supone un cambio metodológico en la recogida de información, contribuya a acentuar el efecto estadístico de una coyuntura económica adversa.

Gráfico 2.31.

Financiación turística por las cajas de ahorro

(en miles de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: elaboración propia.

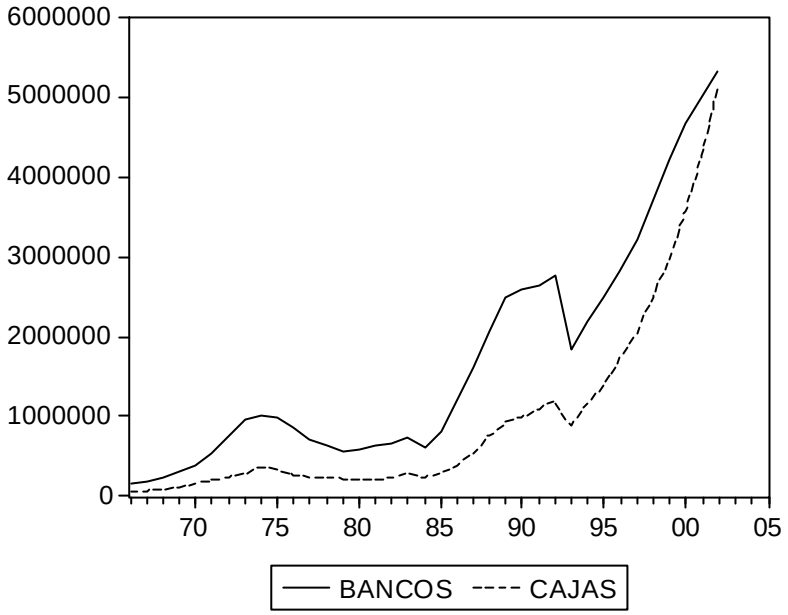
La elección de bancos y cajas de ahorros, sacrificando al resto de entidades, se fundamenta en el protagonismo detentado por estos dos tipos de instituciones en la financiación hostelera, bajo la suposición de tratarse de competidores claros por ocupar una posición preeminente en el apoyo crediticio al sector hostelero, tradicionalmente en manos de los bancos.

Si bien el comportamiento es creciente tanto en la financiación realizada por los bancos como la realizada por las cajas de ahorro, se puede apreciar en el Gráfico 2.32 que a partir de principios de la década de los 80, el volumen de financiación bancario alcanza unos niveles muy superiores a los de las cajas. Esta discrepancia se acentúa en la segunda década de los años 80 y se mantiene hasta la caída de 1993 en que, si bien el volumen negociado con el sector bancario es superior, la evolución en la financiación del sector turístico sigue comportamientos similares entre los bancos y las cajas de ahorro.

Gráfico 2.32.

FINANCIACIÓN BANCOS-CAJAS

(en miles de pesetas, valores constantes de 1992)



Fuente: elaboración propia.

A partir de la información anterior se realiza una proyección del comportamiento de los principales intermediarios financieros en el sector hostelero. Las predicciones se han basado en el análisis de la financiación turística realizada tanto por los bancos como por las cajas de ahorro. En ambos casos ha sido necesaria una transformación de las series originales para poder aplicar la metodología ARIMA.

Los créditos al sector turístico financiados por bancos se han modelizado aplicando diferencias de orden 1 a la serie en logaritmos. Se ha realizado un análisis de intervención en los años 1984 y 1993 en los que se aprecia un comportamiento distinto al de la tendencia general creciente.

El modelo se ha estimado como un proceso autorregresivo de orden 1 – AR(1) –. A pesar de la baja significatividad de la constante, ha sido preciso incluirla para garantizar la representación de las características tendenciales de la serie.

Cuadro 2.8.

RESULTADOS DEL MODELO AR(1) PARA BANCOS

Dependent Variable: D(LOG(BANCOS),1)
Method: Least Squares
Sample(adjusted): 1968 2002
Included observations: 35 after adjusting endpoints
Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.094211	0.066691	1.412651	0.1677
D(I84)	-0.186684	0.049791	-3.749338	0.0007
D(I93)	-0.276840	0.049896	-5.548366	0.0000
AR(1)	0.732098	0.123815	5.912853	0.0000

R-squared	0.659612	Mean dependent var	0.097870
Adjusted R-squared	0.626671	S.D. dependent var	0.172887
S.E. of regression	0.105635	Akaike info criterion	-1.550442
Sum squared resid	0.345922	Schwarz criterion	-1.372688
Log likelihood	31.13273	F-statistic	20.02418
Durbin-Watson stat	1.587042	Prob(F-statistic)	0.000000

Inverted AR Roots .73

Fuente. Elaboración propia.

En el caso de la financiación a través de las cajas de ahorro también se ha aplicado la transformación logarítmica y primeras diferencias; la serie resultante se ha modelizado como un proceso autorregresivo de orden 1 – AR(1) – con constante y también se ha realizando el mismo análisis de intervención que en el caso anterior.

Cuadro 2.9.

RESULTADOS DEL MODELO AR(1) PARA CAJAS DE AHORRO

Dependent Variable: D(LOG(CAJAS))
Method: Least Squares
Sample(adjusted): 1968 2002
Included observations: 35 after adjusting endpoints
Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.127578	0.051326	2.485655	0.0185
D(I84)	-0.221025	0.064763	-3.412847	0.0018
D(I93)	-0.280712	0.064288	-4.366460	0.0001
AR(1)	0.585093	0.148079	3.951229	0.0004

R-squared	0.522963	Mean dependent var	0.123472
Adjusted R-squared	0.476798	S.D. dependent var	0.173961
S.E. of regression	0.125831	Akaike info criterion	-1.200546
Sum squared resid	0.490835	Schwarz criterion	-1.022792
Log likelihood	25.00956	F-statistic	11.32814
Durbin-Watson stat	1.864273	Prob(F-statistic)	0.000035

Inverted AR Roots .59

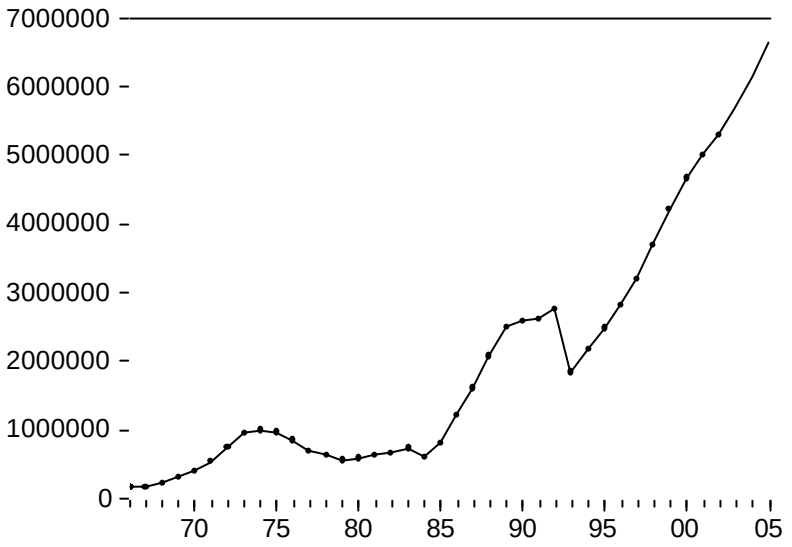
Fuente: Elaboración propia.

A partir de estos modelos se han obtenido las previsiones para la financiación turística durante el periodo 2003 - 2005, obteniéndose los resultados que se recogen en el Cuadro 2.10 y en los Gráficos 2.33 y 2.34.

Gráfico 2.33.

FINANCIACIÓN BANCOS-SECTOR HOSTELERO
(DATOS OBSERVADOS Y PROYECCIÓN FUTURA)

(en miles de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: elaboración propia.

Cuadro 2.10.

PROYECCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE BANCOS Y CAJAS DE AHORRO AL SECTOR HOSTELERO

(en miles de euros, valores constantes de 1992)

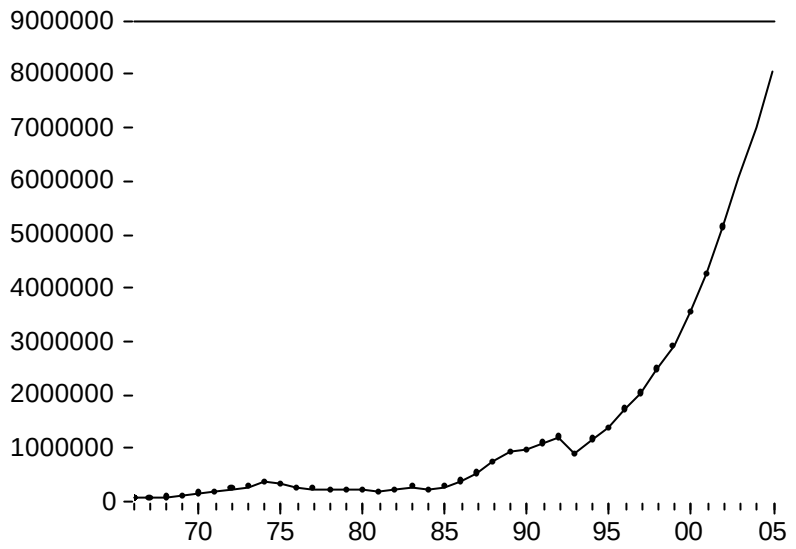
obs	BANCOSF	CAJASF
1966	155.429	62.760
1967	172.897	68.360
1968	234.699	76.330
1969	313.406	106.522
1970	391.679	150.140
1971	539.772	181.718
1972	744.358	238.541
1973	959.862	269.828
1974	1.001.374	361.184
1975	969.515	330.459
1976	848.992	260.727
1977	695.223	233.836
1978	632.452	220.829
1979	568.932	213.591
1980	595.158	206.400
1981	638.527	191.292
1982	654.916	219.878
1983	726.800	273.575
1984	610.479	218.392
1985	818.128	280.629
1986	1.214.153	390.511
1987	1.611.046	523.459
1988	2.074.214	749.127
1989	2.491.610	929.508
1990	2.583.269	982.655
1991	2.629.138	1.096.533
1992	2.763.357	1.200.927
1993	1.838.683	883.233
1994	2.184.587	1.167.161
1995	2.489.429	1.386.067
1996	2.813.128	1.721.478
1997	3.201.081	2.038.453
1998	3.699.678	2.473.291
1999	4.228.895	2.925.826
2000	4.667.456	3.559.379
2001	5.006.495	4.268.169
2002	5.314.224	5.147.743
2003	5.693.338	6.056.440
2004	6.140.983	7.022.857
2005	6.656.777	8.074.613

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2.34.

FINANCIACIÓN CAJAS-SECTOR HOSTELERO
(DATOS OBSERVADOS Y PROYECCIÓN FUTURA)

(en miles de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: elaboración propia.

La comparación de los resultados obtenidos muestra un comportamiento creciente en la financiación tanto de los bancos como de las cajas de ahorro, si bien se aprecia un ritmo expansivo más dinámico para las cajas de ahorro y que las llevaría a superar en volúmenes aportados a la hostelería a los proveedores históricamente más destacados, los bancos, a pesar de partir de situaciones muy dispares.

Nos enfrentaríamos a un panorama en el que de forma inminente se va a producir un relevo en el liderazgo crediticio al sector hostelero ya que según los resultados de la proyección realizada, la sustitución va a tener lugar en 2003, cuando la financiación procedente de las cajas de ahorro supere ya a la de la banca privada, confirmando la tendencia que venía registrándose en los últimos años que mostraban una preferencia cada vez mayor de las cajas por apoyar financieramente al sector turístico.

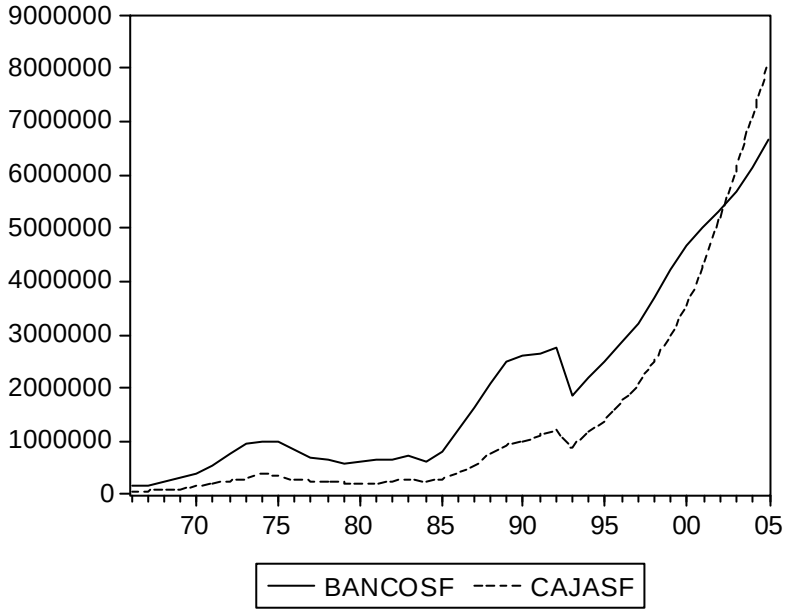
Los modelos estimados presentan crecimientos relativos del 25% para los bancos entre 2002 y 2005, mientras que las cajas de ahorro consiguen alcanzar una tasa de variación

cercana al 57% en el mismo periodo, registrando una tasa de variación media anual acumulativa que duplica la de los bancos, por lo que partiendo de posiciones relativas muy próximas en 2002, las cajas superarán a los bancos en su participación crediticia en el sector hostelero, alcanzando una posición ciertamente distanciada de ellos en 2005, tal y como se aprecia en el Gráfico 2.35.

Gráfico 2.35.

PROYECCIÓN FINANCIACIÓN BANCOS-CAJAS

(en miles de euros, valores constantes de 1992)



Fuente: elaboración propia.

2.2.6.1. Proyección del comportamiento financiero de bancos y cajas de ahorro en el sector hotelero.

Si centramos el análisis en el comportamiento financiero de bancos y cajas de ahorro con relación al subsector hoteles, observamos que el avance de las cajas viene registrándose también en este subsector a un ritmo más acelerado que en el caso de los bancos, especialmente en los últimos años.

Cuadro 2.11.

FINANCIACIÓN DE BANCOS Y CAJAS DE AHORRO A HOTELES

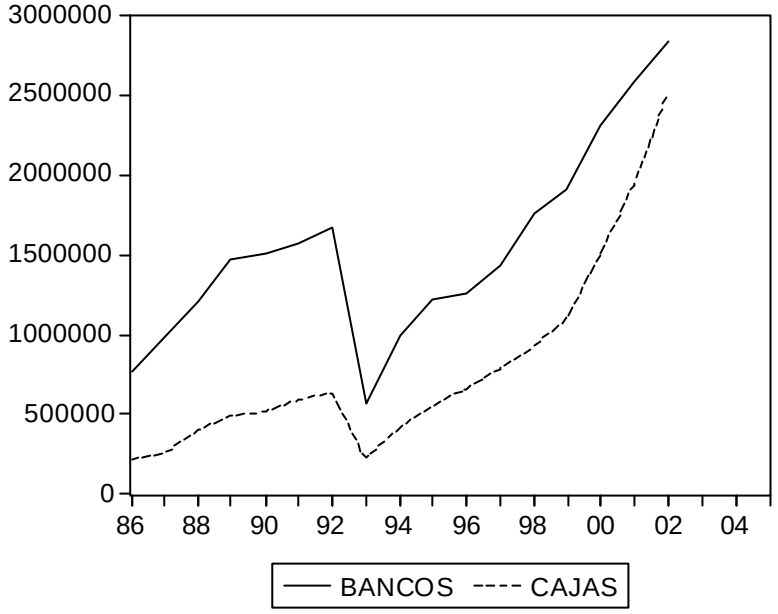
(en miles de euros, valores constantes de 1992)

Años	Bancos	Cajas de ahorro
1986	763.729	214.116
1987	983.404	255.463
1988	1.203.172	400.665
1989	1.461.307	483.705
1990	1.503.703	517.529
1991	1.562.772	586.157
1992	1.673.164	638.033
1993	569.053	226.042
1994	999.161	414.466
1995	1.211.034	552.010
1996	1.253.479	661.998
1997	1.426.584	784.972
1998	1.756.743	921.970
1999	1.907.099	1.102.219
2000	2.304.935	1.494.566
2001	2.590.794	1.931.119
2002	2.842.580	2.499.829

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2.36.

FINANCIACIÓN BANCOS-CAJAS A HOTELES

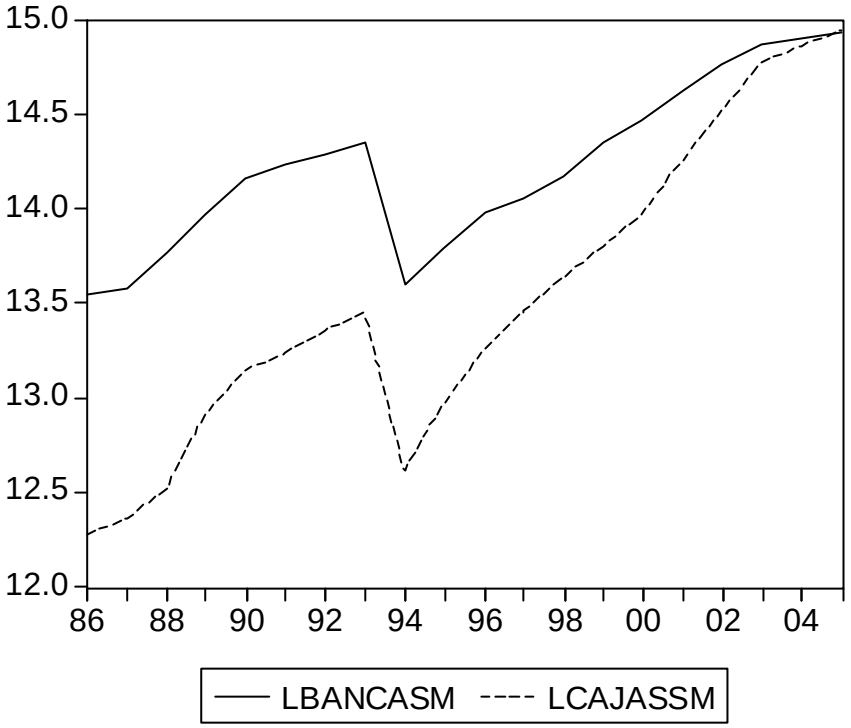


Fuente: elaboración propia.

Claramente hay una ruptura en 1993, como ya sucedía al analizar el comportamiento general de estas entidades con relación al sector hostelero que vemos reproducido en el estudio específico de hoteles y que respondería a las mismas causas. La proyección se ha realizado, al igual que anteriormente, entre el año 2003 y 2005. Disponemos de muy poca información sobre el comportamiento pasado de la financiación crediticia procedente de bancos y cajas de ahorro al sector hotelero y por ello, podría introducirse una importante limitación en la capacidad de predicción del modelo. En este caso, como la información disponible por subsectores, procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España, parte de 1986, optamos por utilizar técnicas de alisado exponencial en lugar del método ARIMA, que es más fiable para series más œortas de datos.

Gráfico 2.37.

PROYECCIÓN FINANCIACIÓN BANCOS-CAJAS A HOTELES



Fuente: elaboración propia.

Podemos esperar, también para el sector hotelero, al igual que sucedía para el conjunto de la hostelería española, que se produzca un relevo en el liderazgo de la financiación crediticia a los hoteles a favor de las cajas de ahorro y en detrimento de los bancos que, a pesar de encabezar los apoyos financieros a los hoteles españoles desde mediados de la década de los 80, verán como las cajas de ahorro les superan ligeramente en dicho apoyo a partir de 2005.

Cuadro 2.12.

Proyección de la financiación de bancos y cajas de ahorro a hoteles

obs	LBANCASM	LCAJASSM
1986	13.54597	12.27427
1987	13.57956	12.35683
1988	13.76879	12.51647
1989	13.96687	12.91426
1990	14.16232	13.14030
1991	14.23930	13.23641
1992	14.28899	13.35581
1993	14.35186	13.44685
1994	13.60435	12.61231
1995	13.78727	12.95928
1996	13.97686	13.25672
1997	14.05629	13.45925
1998	14.17118	13.63542
1999	14.35230	13.79904
2000	14.46313	13.97491
2001	14.62980	14.25628
2002	14.76114	14.51706
2003	14.86508	14.77566
2004	14.89866	14.85822
2005	14.93225	14.94077

Fuente: elaboración propia.

2.2.7 Análisis regional de la financiación intermediada en las actividades hosteleras.

2.2.7.1. Perfil regional de la financiación intermediada[1]

El proceso de liberalización que ha experimentado el sistema financiero español en los últimos años ha alterado, sin duda, la localización espacial de las entidades de depósito y el desarrollo de su actividad. Las cajas de ahorro y también las cooperativas de crédito han ganado terreno en el ámbito minorista en relación con los bancos tanto en lo referente a los depósitos como en lo que respecta al crédito, aspecto este último de destacada significación en nuestro estudio. Las cajas de ahorro, asimismo, han ampliado sustancialmente su presencia en todo el territorio nacional, aún respetando su intensa vinculación regional.

El ámbito territorial considerado es el de las comunidades autónomas y se trata de observar si las diferencias en el crecimiento económico de las distintas regiones pueden encontrar algún tipo de explicación basada en la evolución de sus mercados bancarios. Por otro lado, podemos plantear el análisis desde la *visión regional del crédito*, ya que dicho enfoque permite relacionar el crédito regional con el crecimiento económico territorial.

2.2.7.1.1. Evolución reciente de la actividad de las entidades de depósito en el ámbito regional.

Parece fuera de toda duda afirmar que en el caso español la financiación intermediada ha tenido tradicionalmente un peso específico muy significativo frente a los mercados de valores, aunque la medición de los efectos de esta situación no es tarea sencilla y puede afrontarse desde diversos puntos de vista. Antes de pasar a ofrecer cierta evidencia de la importancia del crédito bancario en el crecimiento regional, tal y como recientemente han apuntado autores como Carbó, Rodríguez y López del Paso, conviene considerar la evolución regional de algunas variables que intervienen en la actividad de

[1] Un análisis exhaustivo de la financiación intermediada a través de bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito desde una perspectiva regional para la década de los noventa, se encuentra en Carbó, S., Rodríguez, F. y López del Paso, R., "Un balance de los mercados bancarios regionales en la década de los noventa", *Cuadernos de Información Económica*, nº 155, marzo/abril 2000, Madrid.

intermediación bancaria, fundamentalmente el volumen de créditos, pero también los depósitos y el número de oficinas, que en el ámbito autonómico caracterizan la actividad del sistema crediticio español.

En el siguiente cuadro aparece la distribución autonómica de estas variables entre 1986 y 2002, de acuerdo con las cifras proporcionadas por el Banco de España.

Cuadro 2.13.

Distribución autonómica de créditos, depósitos y oficinas de las entidades de depósito 1986-2002

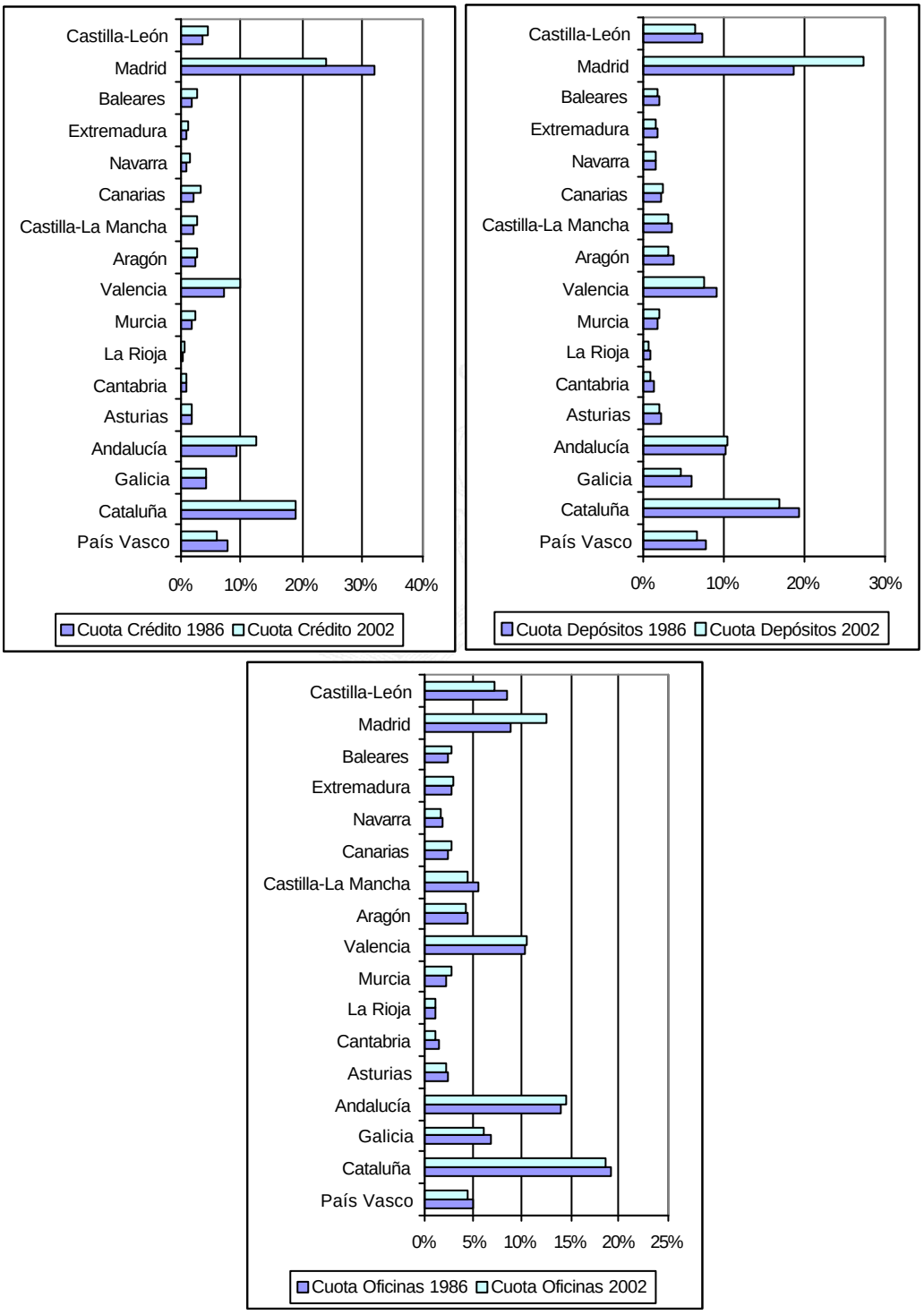
	Cuota Crédito				Cuota Depósitos				Cuota Oficinas			
Comunidad Autónoma	1986[2]	1990	1999	2002	1986	1990	1999	2002	1986	1990	1999	2002
País Vasco	7.6	6.9	6.3	6.1	7.7	8.4	7.4	6.8	5.0	4.8	4.4	4.4
Cataluña	19.0	18.8	19.7	18.9	19.3	20.7	18.8	16.8	19.2	19.6	18.6	18.5
Galicia	4.1	4.2	4.0	4.1	5.9	5.4	5.2	4.8	6.8	6.8	6.4	6.0
Andalucía	9.2	11.6	12.0	12.6	10.2	10.0	10.4	10.4	14.0	13.9	14.2	14.5
Asturias	1.8	1.7	1.9	1.9	2.4	2.3	2.3	2.0	2.5	2.4	2.3	2.2
Cantabria	1.0	1.1	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0	1.0	1.5	1.4	1.3	1.2
La Rioja	0.5	0.6	0.7	0.7	1.0	0.8	0.7	0.7	1.2	1.1	1.1	1.1
Murcia	1.7	2.0	2.3	2.3	1.8	1.8	2.0	2.0	2.2	2.3	2.6	2.8
Valencia	7.4	8.3	9.5	9.6	9.2	8.4	8.0	7.6	10.3	10.8	10.5	10.5
Aragón	2.5	2.8	2.6	2.7	3.8	3.4	3.2	3.1	4.5	4.4	4.2	4.2
Castilla-La Mancha	2.3	2.4	2.6	2.7	3.6	3.5	3.3	3.2	5.6	5.3	4.7	4.5
Canarias	2.2	2.8	3.1	3.3	2.3	2.1	2.6	2.5	2.5	2.7	2.7	2.8
Navarra	1.2	1.3	1.4	1.4	1.6	2.0	1.9	1.7	1.9	1.9	1.9	1.7
Extremadura	0.9	1.0	1.4	1.4	1.8	1.7	1.8	1.6	2.9	2.8	2.9	2.9
Baleares	2.0	2.4	2.3	2.6	1.9	1.7	2.0	1.9	2.4	2.6	2.6	2.8
Madrid	32.2	26.3	24.5	24.0	18.7	19.5	23.0	27.4	8.9	9.2	12.0	12.4
Castilla-León	3.6	3.9	4.4	4.5	7.2	6.8	6.2	6.4	8.5	8.0	7.5	7.3
Ceuta, Melilla y Sin Clasificar	0.8	1.8	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Banco de España, 2003.

[2] Los datos de crédito de 1986 corresponden a marzo de 1987, al no estar disponible información anterior a dicha fecha.

Gráfico 2.38.

Distribución autonómica de créditos, depósitos y oficinas de las entidades de depósito 1986-2002



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Una primera observación de los datos permite verificar una gran concentración del negocio en las comunidades autónomas que cuentan con más importantes centros financieros; es el caso de Madrid y Cataluña, aunque de Madrid llama más la atención su representatividad en créditos y depósitos pero no tanto en número de oficinas. Si a las cuotas de estas dos regiones sumamos las correspondientes a Andalucía y Valencia, se alcanza más del 60% del negocio bancario en España.

En cuanto a las variaciones medias anuales acumulativas en crédito, depósitos y oficinas para las distintas comunidades autónomas entre 1986 y 2002, disponemos de la siguiente información:

BIBLIOTECA VIRTUAL

Cuadro 2.14.

Variación media anual regional del crédito, depósitos y oficinas entre 1986 y 2002

	Crédito	Depósitos	Oficinas
País Vasco	10.1	8.3	0.2
Cataluña	11.6	8.2	0.8
Galicia	11.6	7.8	0.3
Andalucía	13.7	9.2	1.2
Asturias	11.8	8.2	0.4
Cantabria	11.6	7.4	-0.3
La Rioja	13.7	6.8	0.4
Murcia	13.9	9.7	2.3
Valencia	13.4	7.9	1.1
Aragón	12.1	7.7	0.7
Castilla-La Mancha	12.8	8.4	-0.3
Canarias	14.4	9.6	1.8
Navarra	12.9	9.3	0.4
Extremadura	14.5	8.4	1.1
Baleares	13.3	9.0	1.9
Madrid	9.7	11.6	3.0
Castilla-León	13.0	8.3	0.1
Ceuta, Melilla, Sin Clasificar	1.8	4.9	0.7
Total España	11.6	9.1	1.0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En lo que se refiere a volumen de créditos, la comunidad autónoma que registra un crecimiento más llamativo es Extremadura, bastante por encima de la media y seguida muy de cerca por Canarias. Por crecimiento en volumen de créditos también destaca Murcia, que supera en las otras dos variables, depósitos y oficinas, lo acontecido en Extremadura.

Si nos detenemos algo más en el análisis, observamos que Cataluña, Galicia y Cantabria son las comunidades autónomas más representativas de lo acontecido para el conjunto español en la variable crédito, ya que la variación media anual registrada en ellas se corresponde con la media; Madrid es la que se sitúa más lejos del crecimiento medio del crédito. En general, el segmento crediticio experimenta las mayores tasas de crecimiento acercándose al 12 por ciento.

En depósitos y oficinas los crecimientos medios registrados son más moderados que en el caso de los créditos. En el análisis del comportamiento de los depósitos por regiones, cabe destacar la tasa de crecimiento medio que se da en Madrid, Murcia y Canarias. También destaca Madrid al analizar el crecimiento en el número de oficinas (3,0%) mientras la media nacional es el 1%. No debemos olvidar, en relación con ese dato, que Madrid es el principal centro financiero del país y concentra gran parte de la actividad de las entidades crediticias españolas y extranjeras. Por otra parte, también superan la media en expansión del número de oficinas Murcia, Baleares, Canarias, Andalucía, Extremadura, y la Comunidad Valenciana. Muy lejos de éstas se sitúan Cantabria y Castilla-La Mancha, que registran tasas de crecimiento ligeramente negativas en esta variable.

En el periodo objeto de estudio hemos asistido a la reestructuración del sistema financiero español y de este proceso no han quedado excluidas las entidades de crédito. Para éstas el tamaño se ha convertido en un elemento clave para afrontar en mejores condiciones la expansión nacional e internacional, muy influenciada por el proceso de globalización económica que vivimos y así se han producido numerosas fusiones y adquisiciones entre entidades. Para las cajas de ahorro, además, se ha producido la culminación del proceso liberalizador iniciado a finales de los setenta. El papel jugado por las distintas entidades de depósito en esta transformación es matizable en función del ámbito territorial del que se trate y no es un proceso absolutamente equivalente en todas las comunidades autónomas. Por ello, merece la pena hacer algún comentario inicial al respecto, ya que tendremos oportunidad de profundizar en este tema, sobre todo desde una perspectiva hostelera, en posteriores epígrafes.

2.2.7.1.2. Principales rasgos de la evolución del negocio de los bancos desde una perspectiva autonómica.

La banca ha experimentado un considerable retroceso en su participación en la actividad financiera frente al conjunto de las entidades de depósito.

Antes de entrar en un análisis de carácter regional podemos afirmar que los bancos se han visto muy afectados por los procesos de liberalización que experimenta la actividad del conjunto de entidades de depósito en España y que el incremento de la competencia ha forzado al sector bancario a replantearse sus estrategias de negocio y por ello, la reducción del número de oficinas se puede explicar por una orientación del negocio que se dirige de forma creciente al segmento mayorista, al tiempo que los procesos de concentración han llevado al cierre de oficinas cuya proximidad geográfica no se justificaba en el ámbito de entidades fusionadas. Al mismo tiempo, los años noventa suponen, sobre todo en etapas más recientes, la aparición de nuevos canales de distribución de los productos bancarios –banca telefónica y banca a través de Internet- y la correspondiente racionalización de la red, reduciendo costes operativos. El análisis autonómico confirma en buena medida las tendencias del análisis agregado.

2.2.7.1.3. La posición de las cajas de ahorro en la financiación autonómica.

En el caso de las cajas de ahorro el proceso se invierte y el estudio agregado nos permite observar un crecimiento de la presencia de las cajas desde el análisis de cualquiera de los parámetros planteados. Su importancia relativa en el sistema bancario español ha aumentado en los últimos años. No es de extrañar, por tanto, que el análisis que en otro momento de este trabajo se plantea para la financiación intermediada en el sector turístico arroje similares resultados, como ya ha quedado puesto de manifiesto en apartados anteriores para el sector hostelero español en su conjunto.

Las cajas de ahorro inician la liberalización de su operativa a finales de los años setenta y, a partir de ese momento, comienza un proceso de competencia progresiva con los bancos por atraer fundamentalmente al segmento minorista del mercado español,

actuando como entidades especializadas en la captación de recursos y en la financiación de particulares y PYME.

Para poder atender a sus clientes y participar en operaciones de activo, las cajas han tenido que reforzar su ámbito geográfico de actuación, afrontando en los noventa una expansión casi equivalente al repliegue experimentado por las oficinas bancarias.

El análisis por comunidades autónomas no hace sino confirmar lo apuntado para el conjunto nacional. No debe sorprender, dado el vínculo territorial de estas entidades, que experimenten en todos los casos y para crédito y depósitos crecimientos destacables, si bien la intensidad con que se produce esta expansión no es equiparable en todas y cada una de las diecisiete comunidades autónomas españolas. Hay que tener en cuenta que no se parte de la misma situación en cada caso y que las estrategias de las distintas entidades no han sido idénticas. Son Cataluña y Cantabria los territorios que más destacan gracias a la fuerte expansión que en ellos experimentan las cajas de ahorro.

Las cajas de ahorro mejoran claramente su peso relativo en el norte de España (Asturias, Cantabria, País Vasco y Aragón). Asimismo, las comunidades autónomas del Mediterráneo, presentan un fuerte crecimiento de las cajas de ahorro, especialmente Cataluña en la que superan el 50 por ciento de la cuota en cualquiera de las variables estudiadas. Algo más discreto es el comportamiento de las cajas en Andalucía, Murcia y Valencia, aunque la tendencia apuntada para Cataluña es compartida.

2.2.7.1.4. El papel de las cooperativas de crédito en la financiación autonómica.

El resto del mercado bancario quedaría en manos de otras instituciones, entre las que destacan las cooperativas de crédito cuya significación tiene un carácter ciertamente residual frente a bancos y cajas de ahorro. Sin embargo, no conviene olvidar que el análisis regional de estas entidades las convierte en más o menos destacadas en términos de financiación en función del peso específico que las actividades primarias tengan en el territorio que se estudie. Así, su expansión ha sido superior en zonas rurales y ello se debe muy especialmente a la naturaleza jurídica de las mismas. En este sentido,

destacan Andalucía, Aragón, Castilla-La Mancha, Navarra, Murcia –que experimenta una impresionante expansión en las actividades de las cooperativas- y Valencia. El caso del País Vasco es llamativo pero la razón no reside en la importancia de las actividades agrarias sino en el protagonismo de las cooperativas profesionales como la de Mondragón.

2.2.7.1.5. El crédito bancario y el crecimiento regional.

En un intento de evidenciar el papel del crédito bancario en el crecimiento regional (Carbó *et al*, 2000a y 2000b) trata de justificar la existencia de un canal de financiación bancaria actuando significativamente sobre el nivel de producción regional, dando un papel muy importante a las entidades de depósito, ya que su actividad va más allá del simple reflejo de la situación económica regional.

El enfoque del crédito o *credit view* ha permitido valorar las implicaciones en la economía real de los circuitos regionales de crédito (Samolyk, 1994), suponiendo en general que las imperfecciones existentes en los mercados financieros y bancarios deben influir en la asignación de recursos reales. Las entidades de depósito actúan como administradoras de la información y de los recursos financieros, actuando significativamente en la asignación de dichos recursos.

También las características individuales de las entidades que operan en cada región pueden incidir de forma distinta en el crecimiento regional. El caso español ha sido estudiado por Carbó, Rodríguez y López del Paso recientemente, extrayendo cierta aproximación de la relación entre la tasa de variación del VAB (al coste de los factores) y la del crédito de las entidades de depósito para las comunidades autónomas españolas entre 1990 y 1998. Se ha considerado la potencialidad de algunas regiones como generadoras netas de crédito en relación con sus recursos líquidos. De igual modo, se ha tenido en cuenta la significación de la mayor especialización en crédito minorista que presentan los balances de las cajas de ahorros y su vinculación regional en contraposición a los bancos. Se pretende contrastar la hipótesis de que una mayor presencia de las cajas de ahorro en relación con los bancos en una región, puede contribuir a la financiación crediticia de PYME y familias y así favorecer el crecimiento

del territorio. Finalmente, a través de la introducción de una variable ficticia (que toma el valor uno desde 1994 y cero anteriormente) se pretenden controlar los efectos cíclicos debidos al cambio de coyuntura macroeconómica que podría datarse en 1994. El análisis de panel planteado parece confirmar las tendencias apuntadas, sugiriendo la existencia de una relación positiva y significativa entre la tasa de crecimiento del VAB y la variación del crédito bancario, lo que podría apuntar una incidencia especial del sistema bancario en el crecimiento regional.

Por otro lado, cabría afirmar que las cajas de ahorro están realizando funciones que pueden tener una importante incidencia en los ámbitos regionales, gracias a su creciente vocación minorista y su fuerte vinculación regional lo que las ha llevado a incrementar su cuota en el negocio tradicional, algo esencial si consideramos la dependencia del crédito bancario de determinados agentes como familias y empresas de pequeño y mediano tamaño. Además, las restricciones normativas a su expansión territorial han condicionado la extensión de su negocio a otros territorios y las han vinculado más estrechamente a la evolución económica del territorio del que originalmente partían.

2.2.8. La financiación del sector hostelero desde una perspectiva autonómica hasta 1995.

Entre 1986 y 1995, las comunidades autónomas de Baleares, Cataluña y Madrid se repartieron más del 50 por ciento del total de la financiación documentada a través del sistema crediticio. Estamos hablando de una cifra que, concretamente en 1986 alcanzó casi el 59 por ciento del total para descender posteriormente, registrando en 1995 un 53,4 por ciento (ver Cuadro 2.15 y Gráfico 2.39), lo que de entrada podría identificarse como un indicador de menor concentración de la oferta hostelera al final del periodo que va acompañado de una deslocalización del crédito hostelero.

Entre 1986 y 1995, el importe de los créditos en cada una de las comunidades autónomas se vio incrementado de forma dispar. Destaca el aumento registrado por Extremadura, el más elevado, que crece a una tasa de variación anual media acumulativa de más del 22% entre ambas fechas de referencia. Conviene señalar que se trata de una región muy poco desarrollada desde el punto de vista turístico y hostelero,

que comienza a despegar en la década de los ochenta, cuando España vive la consolidación del estado autonómico y los gobiernos regionales comienzan su tarea de estímulo e impulso, directa e indirectamente, de iniciativas turísticas, consideradas clave en el desarrollo regional. No parece caber duda respecto a la apuesta del gobierno extremeño.

El mínimo incremento se produce en las comunidades canaria y balear que, no obstante, viene a significar en 1995 bastante más que la duplicación de lo percibido en 1986. Se trata, en este último caso, de dos territorios que cuentan con un sector turístico relativamente más consolidado cuyo peso económico es muy destacado en sus respectivas economías, especialmente en el caso de Baleares. Ésta ya parte de una posición preeminente en la obtención de financiación intermediada por parte del sistema financiero en 1986, acaparando ya entonces casi el 30 por ciento de los recursos, mientras en 1995 su posición de debilita ciertamente, alcanzando únicamente el 21,7 por ciento del volumen de la financiación turística.

La posición de Canarias es más discreta en términos de financiación ya que parte de acaparar 11,3 por ciento de las operaciones activas del conjunto de los intermediarios financieros en 1986, para fijarla en una cifra algo superior al 7 por ciento en 1995. En ambos casos, puede resultar explicativo de lo acontecido el agotamiento relativo de las posibilidades de crecimiento de la oferta, lo que ralentizaría el ritmo expansivo del crédito hostelero.

Cuadro 2.15.

Créditos al Sector Turístico por Comunidades Autónomas 1986-1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

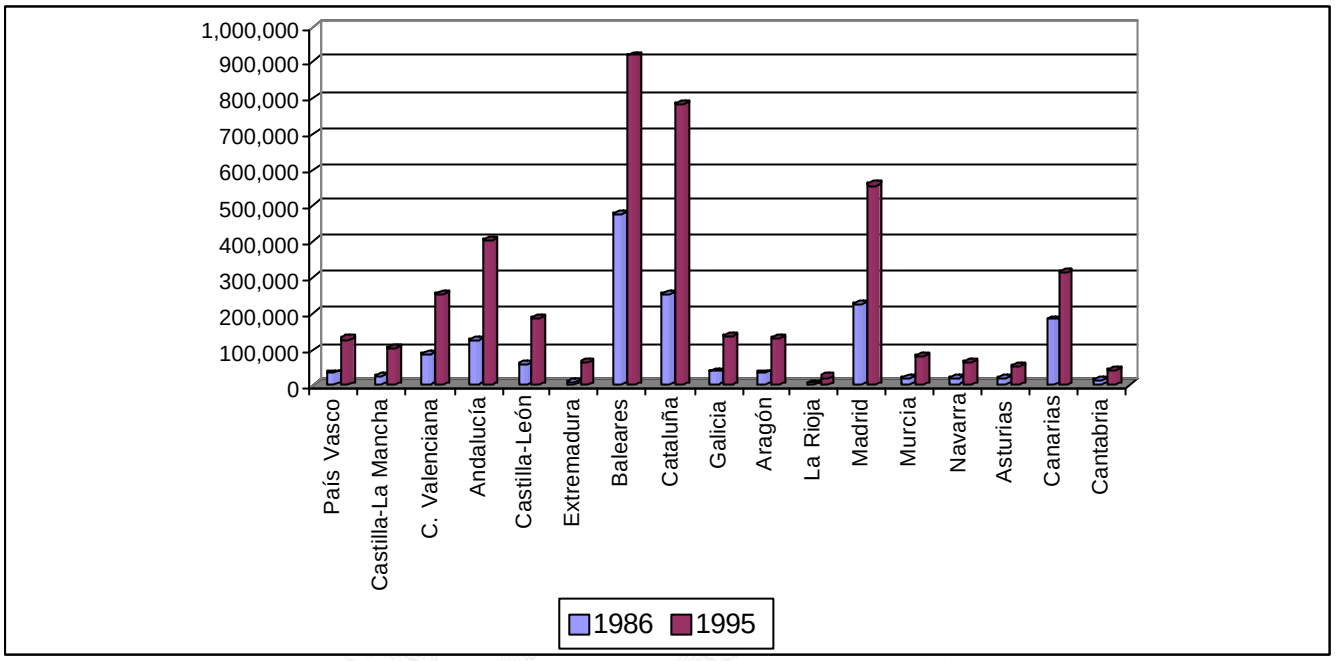
Comunidad Autónoma	1995	1986	Tasa de variación media anual acumulativa
País Vasco	127,288	31,793	14.88
Castilla-La Mancha	100,274	23,568	15.58
C. Valenciana	256,246	87,298	11.37
Andalucía	405,420	125,577	12.43
Castilla-León	186,880	57,886	12.43
Extremadura	62,057	8,402	22.13
Baleares	916,669	473,875	6.82
Cataluña	784,934	252,733	12.00
Galicia	132,942	38,667	13.14
Aragón	129,621	33,668	14.43
La Rioja	21,197	4,991	15.56
Madrid	555,330	225,001	9.46
Murcia	79,583	20,064	14.77
Navarra	60,094	19,920	11.67
Asturias	54,685	19,523	10.85
Canarias	310,889	183,691	5.40
Cantabria	44,697	13,207	12.97
Total	4,228,806	1,619,865	10.07

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2.39.

Créditos al Sector Turístico por Comunidades Autónomas 1986-1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

A pesar de su impresionante incremento, Extremadura ocupa una posición muy poco relevante en términos de financiación, situándose en 1995 entre las cinco comunidades autónomas de menor representatividad en este sentido. Comparte esa ubicación en la clasificación con Navarra, Asturias, Cantabria y La Rioja y juntas representan en 1995 el 5,7 por ciento de los recursos obtenidos por el sector hostelero, no alcanzando ni siquiera conjuntamente la posición de la Comunidad Valenciana, que se sitúa en sexto lugar en la clasificación de 1995. Esta situación resulta bastante comprensible si se piensa que las comunidades autónomas mencionadas no han participado del modelo de desarrollo turístico español basado en el producto de sol y playa y que se han incorporado más recientemente, prácticamente ya en la década de los noventa, a la carrera por desarrollar un sector turístico diferencial en España, mucho más orientado hacia el turismo rural y cultural y basado fundamentalmente en la proliferación de pequeños establecimientos. Sin embargo, todas las comunidades autónomas mencionadas como las más rezagadas desde el punto de vista del crédito turístico registran tasas de crecimiento por encima de la media, lo que prueba su dinamismo.

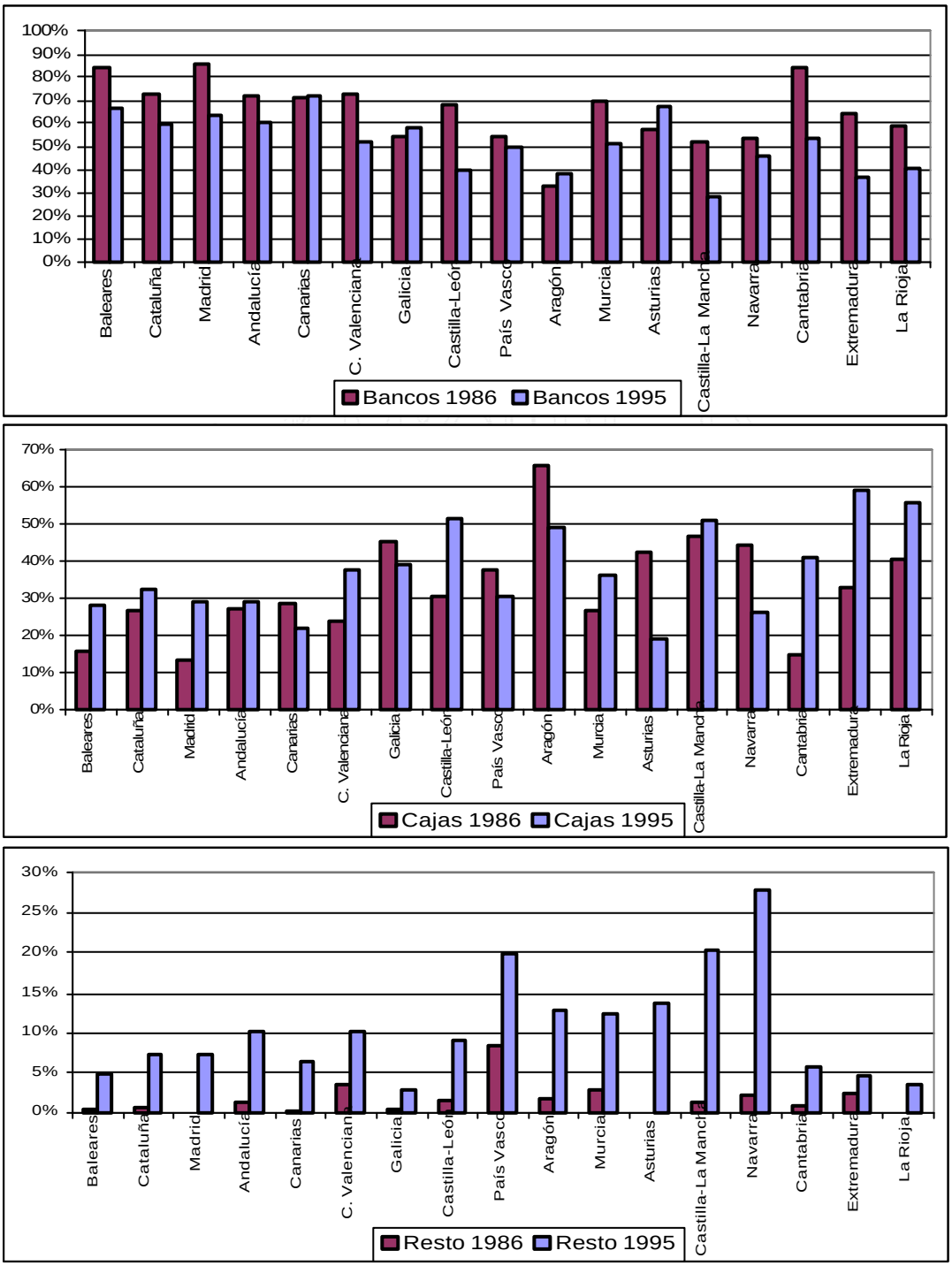
En cuanto al análisis de los créditos por la naturaleza de su documentación, encontramos que la información disponible solamente nos permite diferenciar el papel comercial del resto de los créditos otorgados por el sistema bancario al sector turístico, situación ya registrada en el análisis agregado. En ese sentido, el predominio del crédito puro, en sus diferentes plazos, fue prácticamente absoluto frente a las operaciones activas cuyo soporte documental es el papel comercial.

El conjunto de las comunidades autónomas presenta una cifra media de créditos del 97,4 por ciento en 1995, partiendo de un porcentaje ligeramente inferior en 1986. Ello corrobora la idea ya apuntada en este trabajo con respecto a la escasa preferencia de las instituciones financieras por este tipo de operaciones, cuando se refieren al ámbito turístico. La propia naturaleza de la operativa hostelera favorece esa dificultad para financiarse a través de la emisión y descuento de papel comercial. Sin embargo, el ejercicio de 1986 nos presentaba como única excepción a ese panorama general a la comunidad de Navarra, ya que en ésta se registró en papel comercial un 22,1 por ciento del total de la financiación crediticia, situación que ya no se produjo en 1995. Para entonces, Navarra seguía estando entre las regiones con mayor representatividad del papel comercial en cuanto a la naturaleza de los créditos obtenidos por las empresas hosteleras, pero su liderazgo ha pasado a estar en manos del País Vasco y Galicia, en las que tampoco llegaba a alcanzar el 5 por ciento.

Gráfico 2.40.

Créditos al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y entidades 1986-1995

(porcentajes)



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Si en la evaluación de la evolución del crédito dispuesto por las comunidades autónomas tratamos de establecer una comparación entre entidades, podemos concluir que se observa un claro predominio de la banca privada en buena parte de ellas a lo largo del periodo, pero al mismo tiempo podemos ver que las cajas de ahorro experimentan un crecimiento singularmente elevado en casi todas ellas, aún no consiguiendo arrebatar la supremacía general de los bancos. El resto de entidades experimenta un enorme crecimiento que no se corresponde a la realidad del sector sino fundamentalmente a cambios metodológicos en la recogida de información por parte de la CIR del Banco de España. Sin embargo, sus valores tanto en términos absolutos como relativos, siguen siendo muy poco relevantes frente al resto de las fuentes de financiación intermediada.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Baleares, Cataluña, Madrid y Andalucía, por ese orden, resultan ser las comunidades autónomas a las que mayoritariamente se dirigen los recursos procedentes de bancos y cajas de ahorro al final del periodo. La situación para el caso del resto de entidades no es muy distinta, pero para estas entidades Cataluña se coloca en primer lugar, superando a Baleares. En esta última comunidad la banca controla claramente la financiación intermediada, ya que el 66,7% de los recursos ajenos procedentes de la financiación intermediada es proporcionado por los bancos (aunque en descenso porque al principio del periodo la banca representaba en Baleares cerca del 84% del crédito hostelero), seguidos a bastante distancia por las cajas de ahorro, con un 28,5%.

Entre las comunidades que captan más recursos, destaca la distribución más equilibrada que presenta la Comunidad Valenciana entre la financiación procedente de los bancos y la de las cajas de ahorro, con unas cuotas del 52% y 37,7%, respectivamente. Los datos que representan al resto de entidades apuntan una posición prácticamente residual para éstas en el conjunto de las comunidades autónomas. Sin embargo, en Navarra (28%), Castilla-La Mancha (más del 20%) y País Vasco (cerca del 20%), el papel del resto de entidades es relativamente significativo.

En relación con la distribución subsectorial del crédito turístico por comunidades autónomas (ver Cuadro 2.16 y Gráfico 2.41), destaca en primer lugar el perfil diferenciado que se registra en las distintas regiones, si bien partiendo del claro protagonismo que tiene el subsector hotelero para el conjunto del territorio español,

seguido de restaurantes y establecimientos de bebidas.

Así, en 1995 Baleares es la comunidad autónoma más representativa del predominio del sector hotelero, que acapara un 73% del total de la financiación intermediada en dicho territorio, muy por encima de lo que la financiación hotelera representa para el conjunto nacional, que se sitúa en un 44,4%. Hay otra comunidad, Extremadura, que se aleja sustancialmente de la media nacional, por encima, llegando a acaparar los hoteles poco más del 60% de los recursos. Por otro lado, la comunidad que ajusta mejor su perfil a la media nacional es Canarias, donde el sector hotelero se sitúa en el 44,4%. Murcia ocupa el lugar más distante de la media nacional por debajo, ya que en dicha comunidad la financiación hotelera tan sólo supone el 23,5% del total.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL D

Cuadro 2.16.

Crédito Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

Comunidad Autónoma	Hoteles	%	Campings	%	Restaurantes	%	Establecim. de bebidas	%	Comedores Colectivos	%	Total
País Vasco	40,640	31.93	4,829	3.79	50,529	39.70	29,065	22.83	2,224	1.75	127,288
Castilla-La Mancha	34,704	34.61	2,323	2.32	27,582	27.51	34,558	34.46	1,107	1.10	100,274
C. Valenciana	74,148	28.94	21,281	8.30	90,386	35.27	67,419	26.31	3,013	1.18	256,246
Andalucía	145,326	35.85	18,968	4.68	122,526	30.22	112,909	27.85	5,691	1.40	405,420
Castilla-León	58,548	31.33	7,878	4.22	47,986	25.68	70,750	37.86	1,718	0.92	186,880
Extremadura	37,779	60.88	982	1.58	12,938	20.85	9,695	15.62	663	1.07	62,057
Baleares	669,576	73.04	119,743	13.06	76,373	8.33	48,211	5.26	2,767	0.30	916,669
Cataluña	345,050	43.96	45,689	5.82	248,169	31.62	138,304	17.62	7,722	0.98	784,934
Galicia	31,524	23.71	2,924	2.20	41,653	31.33	54,507	41.00	2,334	1.76	132,942
Aragón	40,609	31.33	4,203	3.24	36,771	28.37	45,715	35.27	2,323	1.79	129,621
La Rioja	10,071	47.51	183	0.86	5,743	27.09	5,054	23.84	146	0.69	21,197
Madrid	182,782	32.91	8,390	1.51	201,619	36.31	145,415	26.19	17,125	3.08	555,330
Murcia	18,722	23.53	4,913	6.17	26,016	32.69	28,439	35.73	1,493	1.88	79,583
Navarra	14,394	23.95	1,582	2.63	21,792	36.26	18,242	30.36	4,083	6.79	60,094
Asturias	16,973	31.04	1,525	2.79	16,159	29.55	19,678	35.98	350	0.64	54,685
Canarias	138,147	44.44	86,366	27.78	58,997	18.98	25,687	8.26	1,692	0.54	310,889
Cantabria	19,145	42.83	1,885	4.22	10,118	22.64	13,209	29.55	339	0.76	44,697
Total	1,878,140	44.41	333,663	7.89	1,095,358	25.90	866,856	20.50	54,789	1.30	4,228,806

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

También tiene un especial impacto en Baleares la financiación de otros alojamientos turísticos. Esta situación no resulta en absoluto sorprendente si se considera la orientación turística de las Islas y las necesidades superiores de recursos que registra la actividad de alojamiento frente al resto. En este sentido, cabe mencionar igualmente a Canarias, ya que aunque se ha manifestado que representa a la media nacional en la financiación de hoteles, se sitúa muy por encima de la misma cuando se trata de la financiación del resto de los alojamientos, al cuadruplicar prácticamente dicha media.

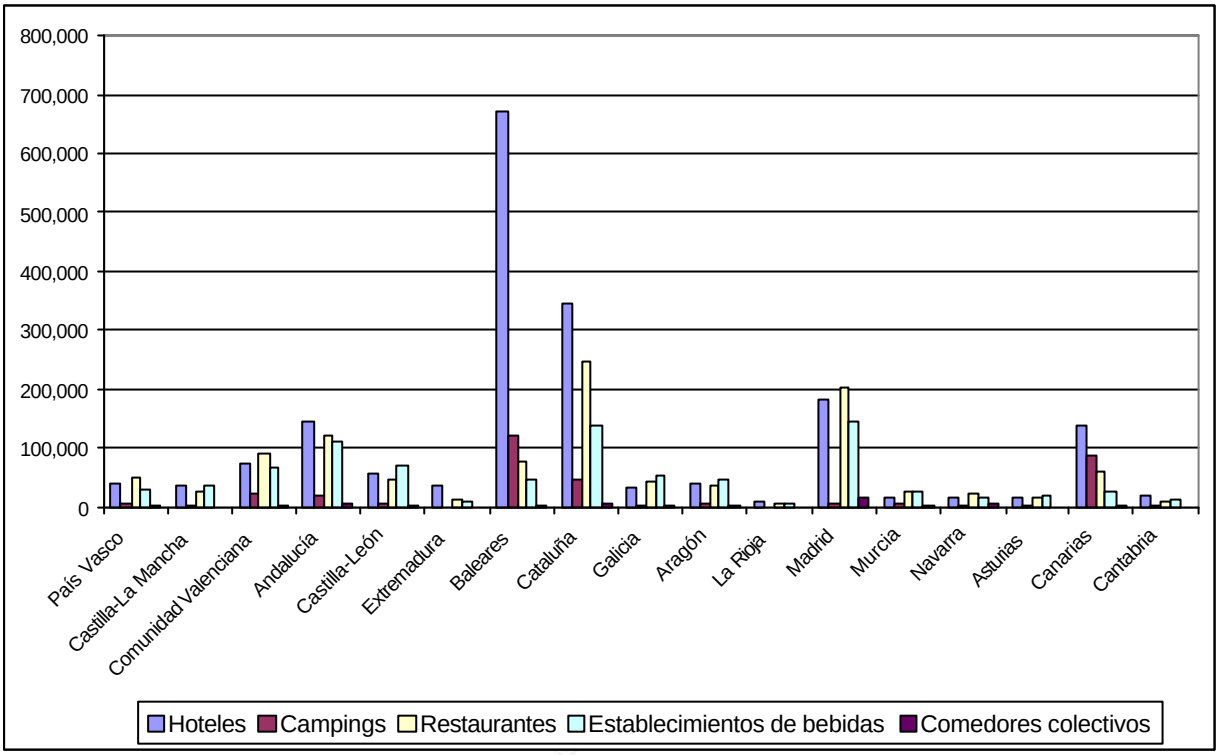
Sin embargo, el subsector restaurantes es especialmente importante en cuanto a captación de recursos en el País Vasco, alcanzando el 39,7% de los mismos destinados a dicha comunidad. Si tomamos como referencia la media nacional, 25,9%, este territorio es el más distante de dicha media. Superan asimismo en más de diez puntos la media nacional, Navarra y Madrid, conformando junto al País Vasco, el grupo de comunidades en las que el peso específico de la restauración, desde el punto de vista de la financiación, es mayor.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Gráfico 2.41.

Crédito Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Por el lado de los establecimientos de bebidas, su financiación más modesta en el conjunto nacional hace más llamativa su importancia en algunas comunidades autónomas como Galicia, en la que la financiación de estos establecimientos supone más del 40% de la recibida, duplicando la media nacional, o Castilla-León, cercana a la anterior.

Por último, cabría preguntarse cuáles son las instituciones financieras que afrontan la financiación crediticia de los distintos tipos de establecimientos en las diferentes comunidades autónomas y si estas instituciones mantienen sus preferencias de ámbito nacional en contextos territoriales más reducidos. Asimismo, si el predominio de ciertas empresas turísticas en algunas comunidades autónomas ha contribuido a la expansión de ciertos intermediarios financieros en sus territorios, cuestión sin duda más difícil de explicar a partir de la información que manejamos. En este sentido, la información que

contienen las Tablas 1, 2 y 3 del anexo, así como los Gráficos 2.42, 2.43 y 2.44, correspondientes a 1995, nos permite apuntar una posible configuración de los diferentes escenarios autonómicos. Se vislumbra, a nuestro entender, cierta tendencia que permitiría afirmar que en las comunidades autónomas con predominio del subsector hotelero, las instituciones financieras más relevantes son los bancos, mientras que en los territorios donde existe preeminencia de los subsectores vinculados a la restauración (restaurantes y establecimientos de bebidas) se aprecia una mayor influencia de las cajas de ahorro.

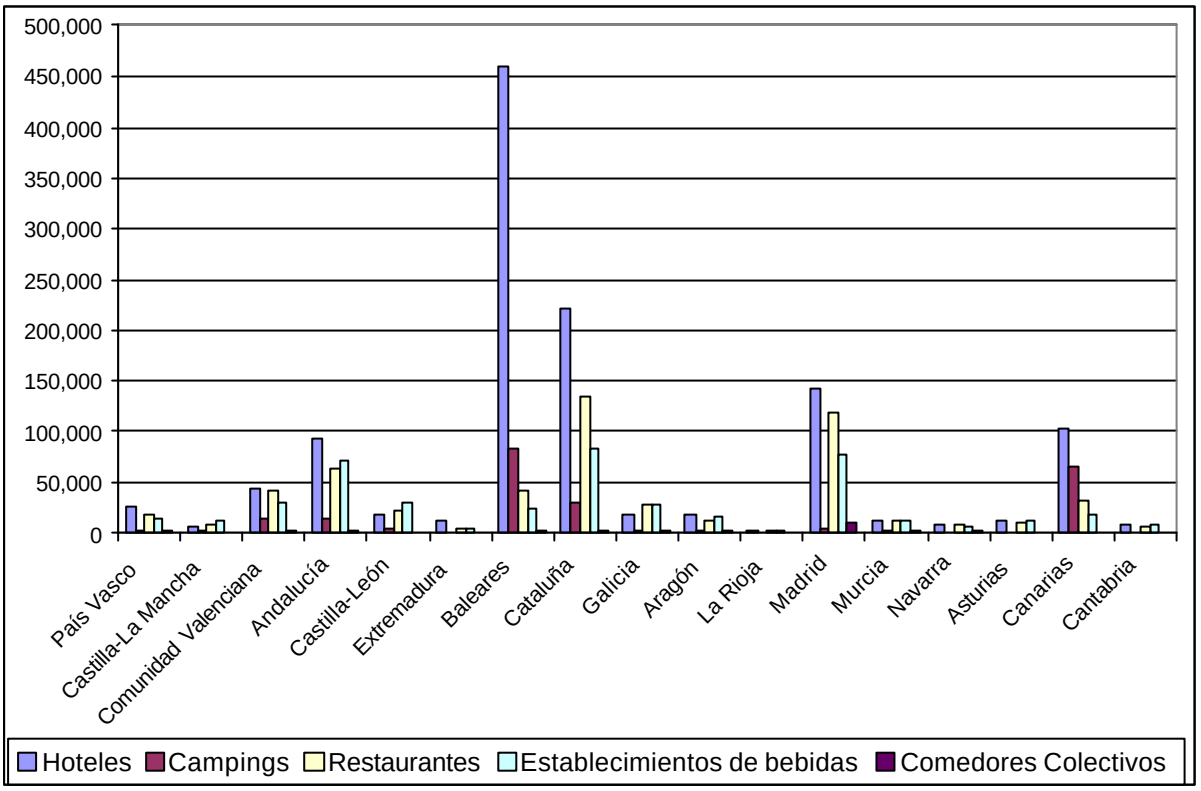
Así, si tomamos como ejemplo el caso balear, el predominio del subsector de alojamientos, fundamentalmente hoteles (73% del total de la financiación se concentra en hoteles) ya ha sido mencionado anteriormente. La contribución de los distintos intermediarios favorece claramente esta opción subsectorial, de modo que los bancos destinan a hoteles el 75,4% de los fondos dedicados al sector turístico en las Islas, mientras que las cajas dedican el 69,4% de los recursos otorgados a Baleares. Sin embargo a los subsectores restaurantes y establecimientos de bebidas (que reciben conjuntamente un 13,5% de los recursos), los bancos les aportan un 11% de sus créditos y las cajas de ahorro un 19,5%.

Citemos asimismo el caso de la Comunidad Valenciana, algo más equilibrado que el anterior en cuanto al protagonismo de bancos y cajas de ahorro, que representan respectivamente un 52% y un 37,7% del crédito hostelero; los subsectores dominantes serían restaurantes y establecimientos de bebidas, que suman un 61,5% de los recursos destinados por todos los intermediarios, frente a un 37,3% que suman los alojamientos turísticos en general (hoteles y resto). Los bancos destinan a restaurantes y establecimientos de bebidas un 55% y las cajas un 69%, mientras que a alojamientos los bancos destinan un 44% y las cajas un 30%.

Gráfico 2.42.

Crédito de Bancos al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

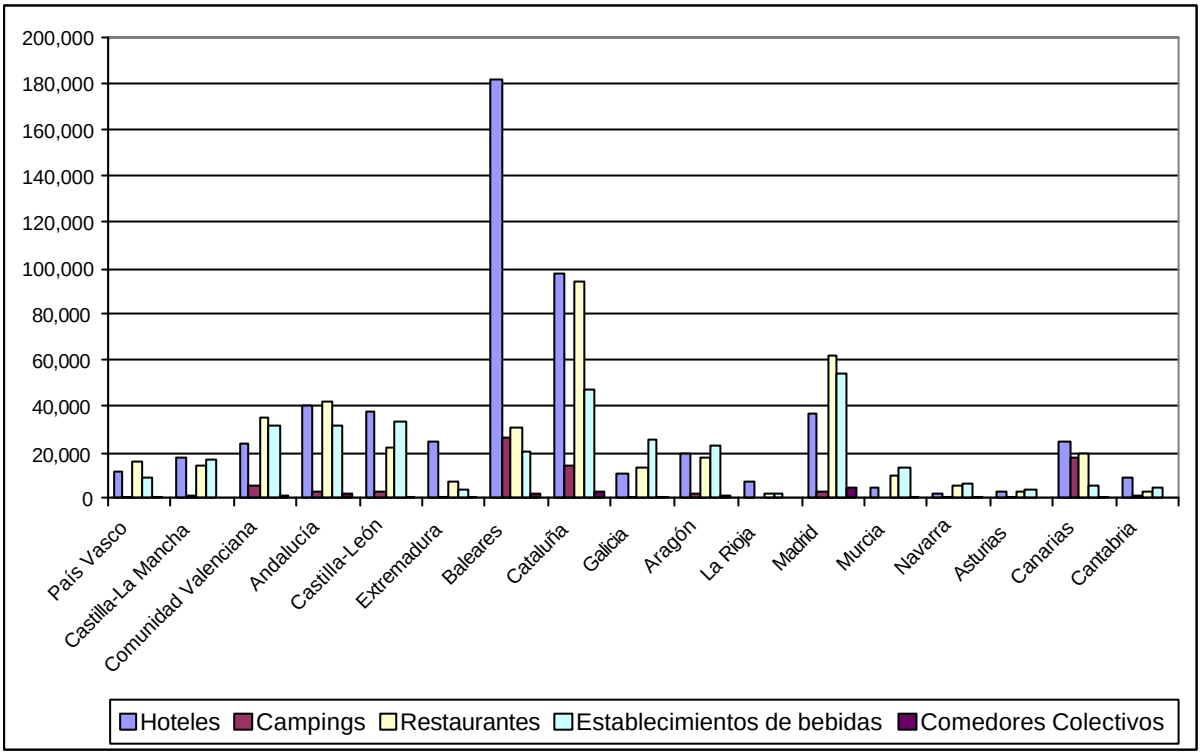
De acuerdo con lo mencionado, podemos concluir que si bien el subsector dominante en un territorio es el que recibe más recursos de cada uno de los intermediarios financieros, se vislumbra cierta preferencia de los bancos a comprometerse con su apoyo financiero con los alojamientos, mientras que las cajas de ahorro parecen preferir financiar a restaurantes y bares.

La disposición de información correspondiente a periodos posteriores permitirá perfilar mejor esa primera impresión en cuanto a la vinculación subsectorial de los distintos intermediarios financieros.

Gráfico 2.43.

Crédito de Cajas de Ahorro al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

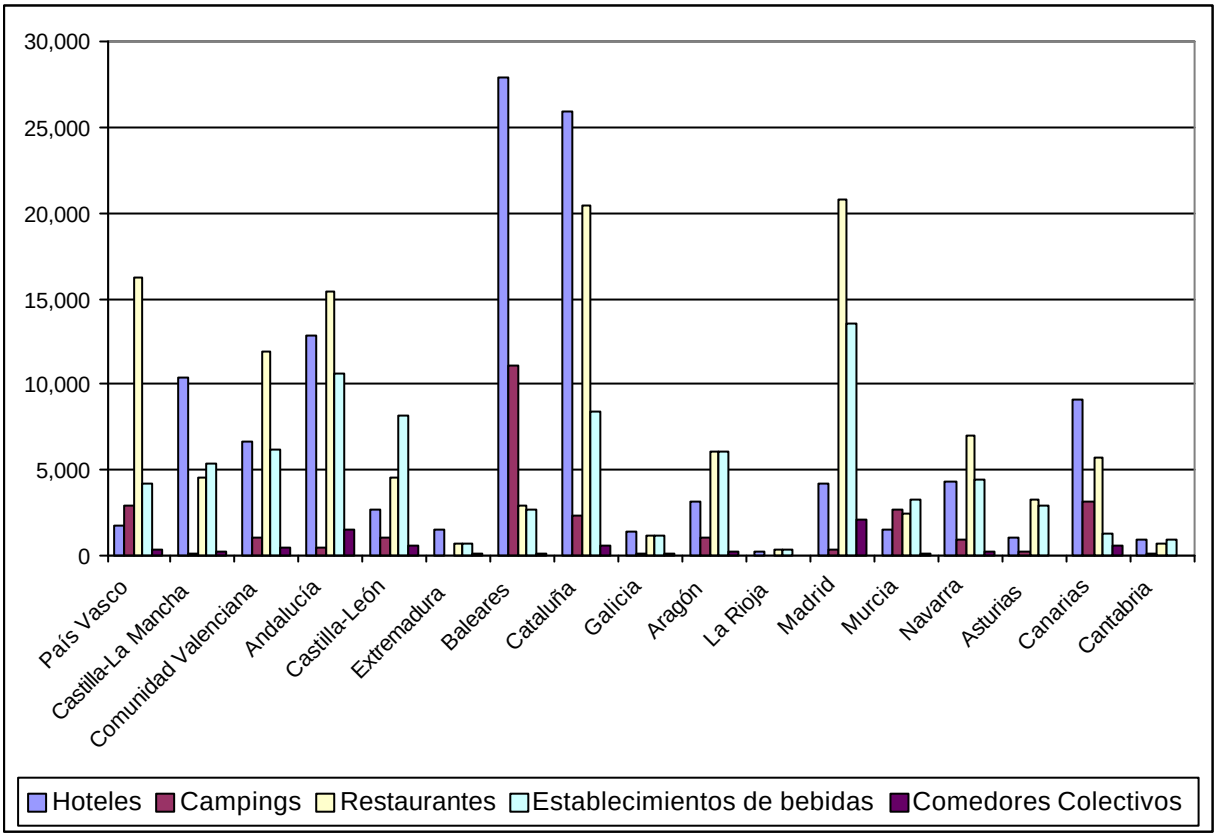


Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2.44.

Crédito del Resto de Entidades al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

2.2.9. La actualidad de la financiación turística desde un punto de vista territorial.

A la hora de abordar el estudio de la financiación intermediada del sector hostelero desde una perspectiva autonómica en el periodo 1996-2002, llama la atención en primer lugar que, estableciendo una comparación en pesetas constantes de 1992 con el comportamiento de la misma variable para el conjunto de la economía, el crédito turístico experimentó un crecimiento singular frente a la expansión que corresponde al conjunto de actividades económicas. En concreto, el incremento del crédito turístico entre 1996 y 2002 se ha producido a una tasa media anual acumulativa del 12,5%, mientras que el apoyo financiero que los mismos intermediarios dan a la totalidad de actividades económicas crece a un ritmo inferior, cercano al 8,5% anual acumulativo en el mismo periodo.

En ese mismo contexto destaca, en segundo lugar, el desigual comportamiento acusado en los distintos ámbitos territoriales. Mientras encontramos comunidades autónomas que registran espectaculares crecimientos en la financiación intermediada al sector hostelero, otras destacan por la gran moderación en la expansión del mismo. Ocupan las posiciones más llamativas en el primer grupo las comunidades autónomas de Asturias (19,6%), Canarias (18%) y Comunidad Valenciana (17,3%), en las que además el crecimiento del crédito turístico se distancia enormemente de la expansión general del crédito, mientras que al segundo grupo, con incrementos bastante discretos frente a la media, pertenecen regiones como Murcia[1] (7,3%), Aragón (7,5%) y Castilla-La Mancha (7,9%), que ya destacaban en 1996 por pertenecer al grupo de comunidades autónomas en las que la financiación turística es relativamente baja frente al conjunto de territorios estudiados, y ello es especialmente llamativo en el caso extremeño, que parte de los niveles más bajos de España. Sin embargo, entre las comunidades autónomas más dinámicas en la captación de recursos financieros para el sector hostelero, cabría destacar el caso de Asturias, que partía de niveles relativos muy bajos y que muestra un decidido impulso a las actividades hosteleras en este periodo.

[1] En un trabajo anterior referido al periodo comprendido entre 1996 y 1999, Such (2002) hacía alusión al excepcional y errático comportamiento de la financiación crediticia al sector hostelero en la Comunidad Autónoma de Murcia, que llevaba a ésta a pasar de ocupar posiciones rezagadas a lo largo de los diferentes ejercicios del periodo a situarse en 1999 en la comunidad autónoma que registraba los mayores crecimientos del crédito. El aparente error no ha sido subsanado en las estadísticas; sin embargo, Murcia viene comportándose en los tres últimos años como lo hacía con anterioridad a 1999.

Esta expansión de la financiación en el caso de Asturias[2] acompaña al crecimiento de la oferta de alojamientos en sus distintos tipos y categorías que se produce en el periodo objeto de estudio. Desde fuentes oficiales del Principado como SITA (Sistema de Información Turística de Asturias) se aduce que el efecto del turismo en el desarrollo de la región es altamente positivo ya que está constituyendo un factor decisivo en la creación de empleo y en la mejora de la actividad económica. Así, se ha calculado que el valor añadido bruto al coste de los factores (VABcf) del turismo en 2001 representa una aportación al VAB regional que se puede estimar en un 8,2%, con un registro creciente en los últimos años, indicativo del ascendente peso del turismo en la actividad económica asturiana. Las autoridades regionales no son ajenas a esta realidad y en el terreno de la política turística se están tomando iniciativas diversas como la Ley de Turismo de Asturias, aprobada finalmente en 2001, que representará el instrumento básico de ordenación del sector turístico. Por el lado del sector privado, el cumplimiento de las expectativas empresariales y las buenas perspectivas, parecen animar el crecimiento de la oferta turística, sobre todo centrada en determinados tipos de alojamientos y empresas de servicios turísticos[3].

Canarias y la Comunidad Valenciana, a pesar de encabezar la relación de comunidades autónomas con mayores crecimientos del crédito turístico en el periodo de estudio, junto con Asturias, quedan enmarcadas en un panorama muy diferenciado del asturiano. Se trata de dos destinos maduros turísticamente, especializados en la modalidad de sol y playa, que han vivido procesos de crecimiento espectacular de su oferta de plazas de alojamiento, fundamentalmente hotelero, en los últimos años[4]. Tanto es así, que en el caso canario el gobierno autonómico ha tomado medidas en 2001, entre las que se encuentran el Decreto de "Moratoria Turística", que pretenden controlar el crecimiento ilimitado de plazas turísticas en dicha comunidad, modificando el marco de actuación

[2] Un caso similar al asturiano por su perfil productivo es el galés (Poole, 1989).

[3] Para un estudio más completo, revisar información correspondiente al Principado de Asturias en Valdés, L., *La actividad turística española en 1997* y los textos correspondientes a 1998, 1999, 2000 y 2001, AECIT, 1998, 1999, 2000, 2001 y 2002.

[4] El informe "Situación y perspectivas del mercado hotelero español en las zonas vacacionales: un incipiente problema de oferta" ha sido publicado en 2003 por Exceltur, señalando que en los destinos del litoral mediterráneo e insulares, donde se concentra el 61,5% del total de las plazas hoteleras y el 71,8% de las pernoctaciones, la ocupación ha caído 5,7 puntos de media en los últimos 4 años, por lo que se recomienda seguir estrategias de contención de la oferta acompañadas por actuaciones integrales de los destinos con un "plan renove" dirigido a la reconversión de la oferta con síntomas de "madurez, indiferenciación, deterioro del entorno y masificación". Indica que las zonas con mayores desajustes, con mayor número de plazas y menor índice de ocupación y pernoctaciones, han sido Tenerife y la Costa Blanca, entre otras (citado por Hosteltur, 31/07/03).

del sector con la incorporación de medidas urgentes sobre desarrollo sostenible que contemplen las singularidades específicas en el desarrollo turístico de cada isla (Melchior y Gil, 2002). La mejora de la calidad de la oferta alojativa es un hecho indiscutible que afecta a ambas comunidades pero la preocupación de las autoridades se dirige hacia la sostenibilidad de dicho desarrollo. La demanda creciente de turismo rural y de naturaleza, más vinculado a los destinos de interior anima nuevas aperturas, constituyendo un complemento a la actividad tradicional, si bien aún continúa siendo una opción minoritaria en ambas comunidades. En el caso de la Comunidad Valenciana, el incremento de la oferta de alojamientos hoteleros ha venido de la mano también de la hotelería urbana y de negocios, lo que permite constatar ciertos síntomas de diversificación (Monfort, 2002).

Por su parte, Extremadura representaría un comportamiento medio de crecimiento del crédito hostelero, ya que se trata de la comunidad autónoma con un comportamiento crediticio más cercano a la media. La evolución de la oferta hotelera y extrahotelera mantiene desde hace tiempo un crecimiento moderado, especialmente en la oferta de establecimientos de cierta categoría, los más representativos de la evolución reciente de la oferta extremeña, en línea con la política de calidad turística iniciada en los últimos años por la Administración regional (Plan Turístico Regional de Extremadura (2000-2006)) (Campesino *et al*, 2002).

Llama la atención en dicho panorama la actuación de los poderes públicos que, directa e indirectamente, están apoyando la actividad turística como uno de los motores del crecimiento económico regional. Como botón de muestra, mencionar la participación accionarial de la Sociedad de Fomento Industrial de Extremadura, S.A., "sociedad de capital riesgo constituida en 1987 y promovida por la Junta de Extremadura para la promoción de sectores económicos considerados preferentes para el desarrollo equilibrado de la economía regional", en la inversión en hoteles como el Hotel Meliá Mérida y el Convento de Extremadura, en 2000 y 2001, respectivamente, conjuntamente con la cadena Sol Meliá[5].

Abundando en el análisis de la información contenida en el Cuadro 2.17, seguimos constatando la concentración de la financiación en ciertas comunidades autónomas, tal como viene sucediendo desde la década anterior. En 1996, cuatro comunidades acaparaban casi el 60 por ciento de los recursos destinados al sector turístico, Baleares, Cataluña, Madrid y Andalucía, que en 2002 reducen ligeramente su participación y acaparan el 55 por ciento del total de la financiación turística intermediada. De esas cuatro regiones, la que se comporta de forma más expansiva en la financiación turística es Andalucía, seguida muy de cerca por Madrid. Baleares y Cataluña registran una expansión bastante más discreta. Sin embargo, podemos apreciar la distancia a la que se sitúa Baleares frente al resto de comunidades autónomas en cuanto a la representatividad del crédito turístico en relación con el total del crédito obtenido por el territorio. Vemos que mientras el sector turístico representa como media un 1,7 por ciento de la financiación otorgada, para Baleares se convierte en un 12,6 por ciento en 2002, situándose a continuación Canarias, en la que el crédito turístico representa el 6,3 por ciento del total, lo que denota el sesgo turístico de estas comunidades autónomas. El resto de las líderes, con economías más diversificadas, se sitúan en torno a la media.

[5] A pesar de ese registro medio para Extremadura en lo referido al crédito hostelero, la economía extremeña fue la que mayor crecimiento económico registró entre 1985 y 1997, alcanzando una tercera posición si tomamos el periodo 1995-2001, según un informe de FUNCAS (1998; 2002), en el que se apuntaba la idea de tratarse de la economía regional que "había sacado mayor provecho de los años de bonanza económica y había sobrellevado con mejor ánimo las épocas de vacas flacas" (citado por Anuario, 1999; 2002, Junta de Extremadura). En el último informe se apunta que sólo Baleares y Canarias, gracias al tirón turístico, han conseguido superar a Extremadura.

La distribución de los créditos al sector turístico, desde el punto de vista autonómico, reproduce un panorama similar al registrado para 1996 siendo la Comunidad Autónoma de Baleares la más destacada, seguida de Cataluña, situándose a mayor distancia y en cotas similares entre sí Madrid, Andalucía y Canarias. Así, del análisis planteado en términos nominales, se desprende que mientras Baleares casi alcanzó en 2002 los 2.664 millones de euros y Cataluña rozó los 2.222 millones de euros en créditos al sector hostelero, Madrid apenas superó los 2000 millones; Andalucía, que ocupa la cuarta posición en el "*ranking*", está en el entorno de los 1.900 millones y Canarias se situó cerca de los 1.870 millones. Frente a 1996 y a la vista de estos datos, no se ha producido alteración alguna en relación con la posición que ocupan estas cinco comunidades autónomas líderes en captación de recursos ajenos para las empresas del sector hostelero. En cambio, frente a 1996, Canarias ha evolucionado más rápidamente, convergiendo hacia las otras cuatro, de las que la separa cada vez menos distancia.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Cuadro 2.17.

Cuota del Sector Turístico en el Mercado Crediticio 1996-2002

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

Comunidad Autónoma	Créditos al Sector Turístico en 2002	Créditos al Sector Turístico en 1996	Tasa de variación media anual acumulativa	Créditos a Total Sectores en 2002	Créditos a Total Sectores en 1996	Tasa de variación media anual acumulativa
País Vasco	344,931	168,156	10.81%	42,699,436	20,504,473	11.05%
Castilla-La Mancha	186,086	109,311	7.90%	15,640,521	8,713,498	8.72%
C. Valenciana	1,032,707	338,990	17.25%	60,183,126	28,797,142	11.10%
Andalucía	1,348,113	524,363	14.44%	75,506,921	39,371,588	9.75%
Castilla-León	533,994	231,599	12.68%	26,505,845	13,891,311	9.67%
Extremadura	172,349	75,805	12.45%	8,768,201	4,740,301	9.18%
Baleares	1,884,550	921,154	10.77%	14,909,770	7,028,768	11.34%
Cataluña	1,571,606	910,839	8.10%	125,022,501	71,652,647	8.28%
Galicia	401,407	169,744	13.08%	28,343,866	14,529,407	10.02%
Aragón	264,762	159,243	7.53%	16,651,907	10,191,544	7.27%
La Rioja	65,611	28,697	12.54%	4,174,070	2,169,093	9.80%
Madrid	1,444,085	583,879	13.81%	172,029,539	117,900,320	5.55%
Murcia	154,863	94,338	7.34%	14,723,968	7,322,470	10.49%
Navarra	174,290	79,581	11.85%	13,004,894	5,481,895	13.13%
Asturias	277,884	79,299	19.62%	11,858,176	6,830,514	8.20%
Canarias	1,321,113	416,065	17.95%	20,860,938	9,868,435	11.29%
Cantabria	113,253	61,946	9.00%	7,990,499	4,300,929	9.25%
Ceuta	1,380	0		228,951	0	
Melilla	558	0		144,719	0	
Sin Clasificar	673	1,119	-7.01%	76,954	94,373	-2.87%
Total	11,294,216	4,954,129	12.49%	659,324,803	373,388,709	8.46%

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Por lo que se refiere a las últimas posiciones, se ha registrado alguna variación en 2002 frente a 1996. Al margen de lo que tradicionalmente representan Ceuta y Melilla, cuya dimensión geográfica es muy inferior al resto de comunidades autónomas, así como la importancia de su sector turístico en el conjunto de la actividad económica de esos enclaves, cabe señalar que La Rioja es el territorio español que se sitúa en último lugar en cuanto a recepción de recursos financieros al sector turístico ya que todavía no ha llegado a alcanzar los 100 millones de euros; Cantabria y Murcia, cuyos sectores turísticos reciben también relativamente escasos apoyos financieros, se sitúan a continuación, pero a distancia. Después, ya por encima de los 240 millones, encontramos a Extremadura, Navarra y Castilla-La Mancha.

En esta posición final de la ordenación de las comunidades autónomas españolas por recursos financieros recibidos por el sector hostelero, se han producido algunas alteraciones frente a lo acontecido en 1996. Destaca el caso de Asturias, que ha registrado un incremento sustancial entre 1996 y 2002, pasando de la 14ª posición a la 10ª; el caso de Murcia es inverso, ya que ha pasado de la 12ª posición a la 15ª, manteniéndose el resto en posiciones equivalentes en el ranking entre 1996 y 2002. Es considerable, asimismo, el esfuerzo realizado por Ceuta y Melilla en la captación de recursos destinados al sector turístico entre 1996 y 2002, aunque en estos dos casos y debido a las exiguas cantidades de partida, dicho esfuerzo no les ha permitido alterar su posición en la clasificación en 2002.

No es posible afirmar lo mismo en el caso de los territorios españoles en los que el peso económico de las actividades turísticas es mayor y por tanto, también se ven más favorecidos por la financiación de las mismas. Nos referimos a comunidades autónomas como Baleares o Cataluña, que registraron un crecimiento anual medio acumulativo de 10,8% y 8,1% respectivamente, entre 1996 y 2002. El comportamiento de Madrid, Andalucía y Canarias es sustancialmente diferente frente a lo acontecido en Baleares y Cataluña, ya que las tres comunidades experimentan crecimientos en la recepción de recursos destinados a la hostelería que superan el 12,5%, lo que las sitúa por encima de la media del crecimiento de los créditos al sector turístico entre 1996 y 2002. Este dato se encuentra por encima del crecimiento medio anual acumulativo registrado por el conjunto de la financiación de las actividades económicas en general, que es del 8,5%.

Si analizamos la distribución autonómica de la financiación intermediada atendiendo a la naturaleza de los créditos, es decir, distinguiendo los plazos a los que se otorgan (Tabla 4 del anexo), podemos constatar el claro predominio global de la financiación a largo plazo en todo el periodo, siendo asimismo este capítulo el que experimenta mayor expansión entre el primero y el último de los años de referencia. Pero las diferencias detectadas entre comunidades autónomas son a veces llamativas, aunque en todas y cada una de ellas el largo plazo prima sobre la financiación con plazos más limitados en el tiempo. Algunas comunidades experimentan un enorme crecimiento de este tipo de financiación, destacando los casos de Asturias, Canarias y Comunidad Valenciana, las que habían registrado mejores comportamientos en el crédito total. Además, en Navarra,

Galicia y Canarias, la financiación a medio plazo presenta una expansión muy llamativa.

La financiación a medio y corto plazo, así como el papel comercial tienen un peso específico muy inferior en relación con la financiación a largo plazo para todas las comunidades autónomas, siendo el papel comercial la modalidad menos significativa en todos los casos. Sin embargo, se detectan algunas diferencias entre comunidades al estudiar el reparto del protagonismo del medio y el corto plazo, si bien en general, se ha producido un cambio a favor del corto plazo entre 1996 y 2002.

Por citar algunos ejemplos, mencionaremos a las comunidades más representativas en la recepción de fondos para el sector hostelero. Tanto en Baleares como en Madrid, en 1996, el crédito a medio plazo superaba al crédito a corto plazo, mientras que en 2002 se invierten las posiciones y es el crédito a corto el que supera al de medio plazo. En el caso de Cataluña, Andalucía y Canarias en 1996, el crédito a medio plazo era inferior al crédito a corto y así sigue siendo en 2002. Madrid y Baleares registran, por tanto, un comportamiento del crédito a corto plazo más expansivo que las otras tres.

Del mismo modo, y en relación con la naturaleza de la financiación, cabe destacar que las cuatro comunidades autónomas que acaparan más del 50% de los recursos financieros intermediados son, asimismo, las que concentran la financiación a cualquiera de los plazos en los que se clasifica la misma. En 2002, en lo referido a la financiación a largo plazo, esas cuatro comunidades autónomas representan el 52% del total a largo plazo; en relación con el medio plazo, acaparan el 61% del total; el 67% del crédito a corto plazo y el 64% de la financiación documentada en papel comercial.

La Tabla 5 del anexo nos permite acercarnos a la distribución que de la financiación crediticia hostelera corresponde a las distintas instituciones financieras que la intermedian. Respetando el criterio clasificador de la Central de Información de Riesgos del Banco de España, que agrupa al conjunto de entidades en tres tipos -Bancos, Cajas de Ahorro y Resto de Entidades- destaca, frente a lo acontecido con anterioridad, la progresión de las cajas de ahorro, que arrebatan ya en más de la mitad de las

comunidades autónomas, el tradicional liderazgo de los bancos[6], incluso en algunas de las regiones más implicadas en la actividad turística como son Cataluña, Andalucía y la Comunidad Valenciana, donde hay que recordar, asimismo, que dicha tendencia se venía apuntando desde unos años atrás.

Sin embargo, los bancos siguen siendo protagonistas en la financiación crediticia al sector hostelero en Asturias (58,2%), Baleares (58%), Galicia y Madrid, ambos con un 57% a favor de los bancos, Cantabria (53%), Canarias (50,9%), Murcia (45,3%) y Navarra (39,6%).

Sin embargo, el dominio de las cajas de ahorro en el crédito turístico se deja sentir especialmente en Extremadura (72,7%), Comunidad Valenciana (56,4%), Castilla-La Mancha (56,2%), Aragón (55%), La Rioja (51,2%), Cataluña (50,2%) así como Andalucía (48,1%), Castilla-León (47,3%) y País Vasco (42,3%).

El panorama presentado podría ser indicativo de la importancia que las cajas de ahorro están adquiriendo en el desarrollo del sector turístico en los últimos años, incesante desde que la legislación les permite actuar en este terreno. Su trayectoria fue especialmente significativa en comunidades autónomas que estaban potenciando el desarrollo de sus recursos turísticos en una etapa más tardía y su papel se intensificó especialmente en ellas hasta 1999. Sin embargo, el siglo XXI plantea un cambio de escenario en su operativa turística desde el punto de vista territorial.

La realidad de 2002 es más diversa regionalmente en la financiación turística, por lo que nos obliga a abundar en la lectura a la hora de interpretar el predominio de la financiación procedente de las cajas de ahorro en regiones como la Comunidad Valenciana, Cataluña y Andalucía, ya que se trata de territorios más maduros desde el punto de vista turístico, en los que el peso económico de las actividades turísticas es tradicionalmente muy relevante y por ende, también el peso de la financiación al sector en el conjunto de los fondos recibidos por estas comunidades, si bien ya se vislumbraba a finales de la década de los noventa un mayor avance de las cajas en el caso de la

[6] En 1999, el predominio de la financiación bancaria al sector turístico se mantenía en todas las comunidades autónomas (Such, 2002), mientras que 2002 presenta un panorama completamente transformado en el que las cajas de ahorro han ido conquistando las posiciones preeminentes de la banca privada en 9 de las 17 comunidades autónomas.

Comunidad Valenciana. En general, para el conjunto de las comunidades autónomas españolas, el crecimiento de la financiación turística procedente de las cajas de ahorro es notable en los últimos años, realizándose a costa del tradicional protagonismo bancario, y entre 1996 y 2002 esa tendencia parece imparable e intensificada en los tres últimos ejercicios.

En cuanto al resto de entidades, cuyo papel es menos relevante en general, el ejercicio de 2002 las sitúa en un registro de crecimiento por debajo de la media del conjunto del crédito al sector turístico, medido en términos de variación anual media acumulativa, lo que no resulta sorprendente si consideramos que el comportamiento evolutivo de los bancos también se sitúa por debajo de la tasa del 12,5%, registro medio del conjunto de entidades. Destaca su contribución en Navarra (24%) y País Vasco (21,5%), con cuotas nada desdeñables. Una participación más modesta se registra en Castilla-La Mancha, La Rioja y en Aragón, con un porcentaje en torno al 15%, duplicando la media nacional del resto de entidades. En el resto de las Comunidades Autónomas, su participación resulta poco significativa, en relación con el conjunto de la financiación obtenida por las actividades hosteleras, aunque presentan un ritmo expansivo a destacar en algunas de ellas, como la Comunidad Valenciana.

En cuanto a la distribución subsectorial de la financiación intermediada a la hostelería (ver Tabla 6 del anexo), se puede destacar el predominio que en todo el territorio español tienen los hoteles y otros alojamientos asimilados, que acaparan más del 50 por ciento de los recursos que proporcionan los intermediarios financieros, siendo las comunidades autónomas balear y canaria, junto con Extremadura, Andalucía y Asturias, las más destacadas en la financiación de dichos establecimientos superando la media y, en el caso balear y canario, a gran distancia de la misma, ya que la financiación destinada a hoteles en Baleares representa casi el 69 por ciento de los recursos en dicha comunidad, mientras que en Canarias alcanza el 64 por ciento.

Desde el principio de la década de los noventa se observan cambios en las pautas de localización de los nuevos establecimientos hoteleros. La concentración en el litoral mediterráneo y en las islas Baleares y Canarias, que caracterizaron el crecimiento de este subsector desde los años sesenta a los ochenta, presenta cambios que se observan especialmente a partir de 1990, con el crecimiento del número de establecimientos en

grandes ciudades, en zonas de interior y también en el norte de la península. Todo ello responde a un proceso de diversificación de la demanda turística que va incorporando nuevos atributos entre sus preferencias.

La hotelería española está distribuida por todo el territorio nacional, disponiendo la gran mayoría de municipios de al menos un establecimiento, pero la distribución es desigual conforme al peso turístico, demográfico y empresarial de cada zona. Andalucía, Baleares y Cataluña concentran el 65% de la oferta, y si a éstas sumamos Canarias y la Comunidad Valenciana, superan en 83% de la oferta hotelera nacional (ver Figura 2.4). A pesar de esta concentración, los datos muestran el acceso del conjunto de las comunidades autónomas españolas al fenómeno turístico desde la perspectiva de la oferta de alojamientos. Si bien es cierto que lo que parecía una tendencia hacia la desconcentración geográfica a finales de los noventa, por estancarse la apertura de nuevos establecimientos hoteleros en el litoral y las Islas, y crecer en cambio, la oferta de turismo de ciudad y de interior, parece invertirse en los últimos tres años debido, fundamentalmente, a la intensificación del crecimiento de la oferta en algunas localizaciones tradicionales.

Los restaurantes representan en 2002 la segunda opción después de los hoteles como receptores de recursos intermediados para buena parte de las comunidades autónomas (un 24,6% en el conjunto nacional). Podemos mencionar el caso del País Vasco, en cuyo territorio la financiación de restaurantes se sitúa por encima de la de hoteles – 40,6% y 28%, respectivamente-, al igual que Murcia (37,9% frente a 21,6%) y Castilla-La Mancha (31,9% frente a 29,2%).

En todas las comunidades donde hay un predominio de la financiación procedente de los bancos, el sector hotelero es el líder entre las actividades hosteleras en cuanto a recepción de recursos crediticios (Baleares, Canarias, Madrid, Navarra, Cantabria, Asturias y Galicia), excepto en el caso de Murcia. A pesar de poder confirmar la tendencia apuntada en el periodo anterior (1986 a 1995) acerca de la vía de penetración de las cajas de ahorro en el sector hostelero, que ha sido la restauración, en los últimos años se observa una diversificación progresiva de la actividad hostelera de las cajas, notándose su presencia en el sector hotelero de forma cada vez más reseñable, lo que se

traduce en una convergencia mayor entre bancos y cajas en cuanto a sus preferencias subsectoriales en el sector hostelero.

En tercer lugar, suelen ser destinatarios de recursos crediticios los establecimientos de bebidas, si bien esta tendencia general plantea una excepción; es el caso de Aragón (34,8%) donde se conforman como los principales receptores de la financiación intermediada. En otros territorios aparecen como el segundo destinatario a la hora de acaparar fondos; sería el caso de Murcia, La Rioja, Castilla-León, Castilla-La Mancha, Galicia y Asturias. Con ello se constata la pérdida paulatina de protagonismo de los establecimientos de bebidas a la hora de recibir recursos crediticios, ya que con el tiempo son más los territorios en los que van quedando relegados a posiciones menos destacadas.

En cuanto al subsector que reúne a campings y otros tipos de hospedaje de corta duración cabe significar su importancia en Baleares, donde se colocan en segunda posición, después de los hoteles, como receptores de recursos financieros intermediados. Mientras en 1999 eran sólo los archipiélagos balear y canario las comunidades autónomas en las que el conjunto de alojamientos superaba claramente lo recibido conjuntamente por el resto de subsectores, el panorama de 2002 es otro (Figura 2.7), situándose ocho comunidades autónomas en ese caso de predominio de la actividad alojativa frente a la de restauración, configuración que viene de la mano de la expansión casi masiva de la oferta hotelera.

Cabe mencionar en este contexto los cambios normativos aprobados en Baleares a lo largo de 1999 y que parecían anunciar alguna repercusión en cuanto a la financiación de alojamientos turísticos. La aprobación de la Ley General de Turismo (abril 1999) y las DOT (Directrices de Ordenación del Territorio) en mayo 1999, ambas con vocación de incidir en la capacidad alojativa de Baleares de forma restrictiva, se han visto materializadas con actuaciones de mejora y ampliación de la capacidad de los alojamientos existentes, lo que ha permitido que el crédito a hoteles no dejara de crecer. Del mismo modo, Canarias se ha sumado en 2001 a las propuestas de ordenación del sector hotelero, con la pretensión de controlar el crecimiento ilimitado de las plazas turísticas en su territorio, a través del Decreto 4/2001, de 12 de enero, y posteriormente, la Ley 6/2001, de 23 de julio. Sin embargo, en el caso canario, parece que esa

posibilidad de incidir en la expansión del apoyo financiero a la actividad hotelera podría venir de la mano del Decreto 10/2001, de 22 de enero, por el que se regulan los estándares turísticos, permitiendo mejorar las infraestructuras hoteleras sin recurrir a la apertura de nuevos establecimientos. A pesar de todo, la suspensión de concesiones de licencias no afecta a La Palma, Gomera y Hierro, ni tampoco a Lanzarote, por no encontrarse en situación de extrema urgencia (Melchior y Gil, 2002), con lo que oferta hotelera seguirá creciendo.

Volviendo a los alojamientos no hoteleros, debemos recordar la poca significación que en el conjunto nacional tiene el subsector campings y otros tipos de hospedaje, ya que su representación como captadores de recursos no llega a alcanzar el 8% de total de la financiación intermediada.

La oferta de establecimientos y plazas de campings en España la protagoniza Cataluña, destacando a continuación el caso de Andalucía, seguida de la Comunidad Valenciana y Castilla-León. Por lo que se refiere a Baleares y Canarias, a pesar de su significación como receptoras de recursos crediticios al subsector camping, la oferta de plazas de este tipo de establecimientos en sus territorios es relativamente exigua (ver Figura 2.5).

Los comedores colectivos acaparan en cada comunidad autónoma un escaso porcentaje de recursos, destacando por encima de todas en 2002 el caso de Madrid y Galicia, donde representan el 2,8 y el 2,3 por ciento, respectivamente, del total recibido en cada una de esas comunidades, muy por encima de la media nacional, que se sitúa en un 1,6 por ciento. En lo que a este subsector se refiere, se ha registrado un retroceso en la media nacional, así como en comunidades como Madrid, que a finales de la década de los noventa, mantenían algún punto porcentual adicional de financiación para comedores colectivos.

Finalmente, parece interesante realizar algunos comentarios en relación con la distribución de la financiación intermediada entre los distintos subsectores atendiendo al tipo de entidad (ver Tablas 7, 8 y 9 del anexo) a través de la que se canalizan las operaciones. Ello permitirá completar el panorama autonómico de la financiación turística de carácter intermediado. Entre 1996 y 2002 los bancos incrementan su apoyo a todos los subsectores turísticos pero lo hacen en menor medida que las cajas de ahorro

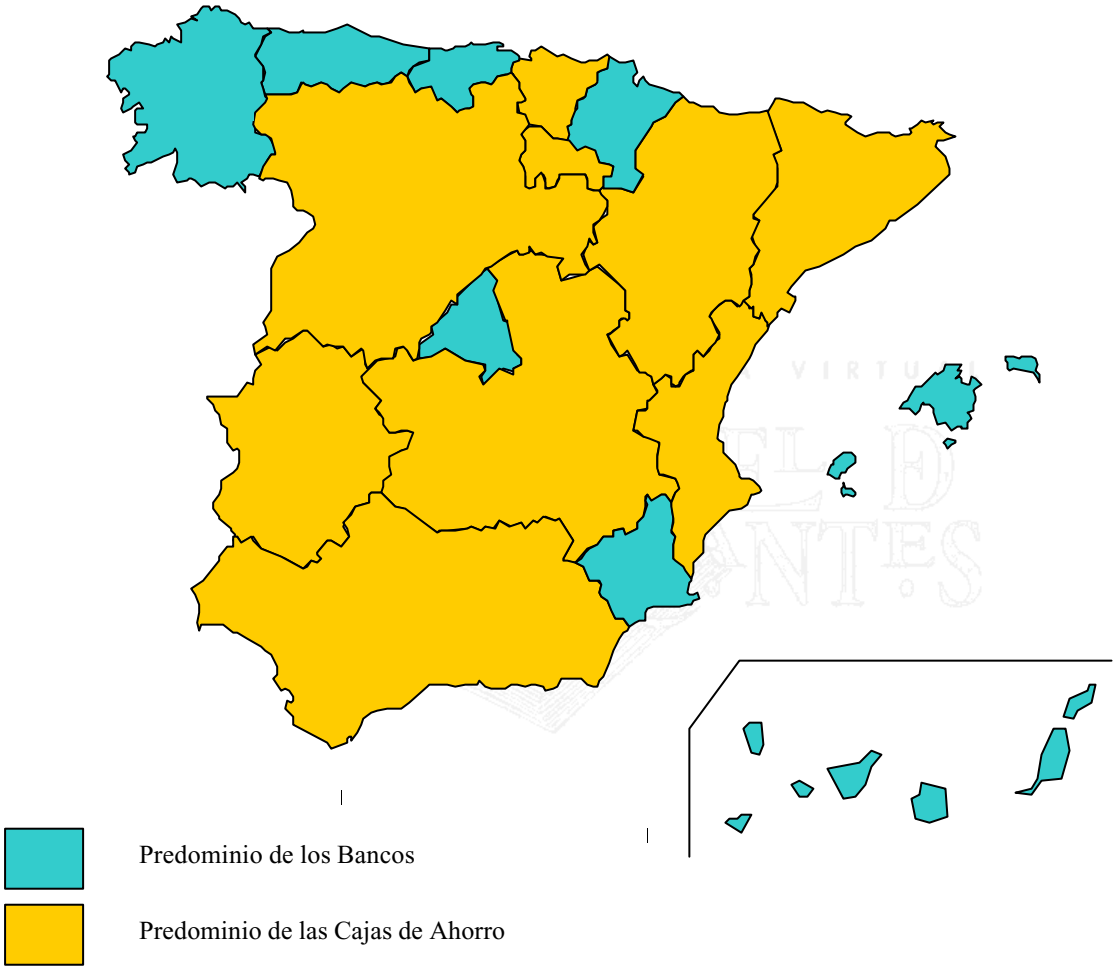
cuyo incremento es muy superior. De entre todos los subsectores, los bancos destacan por el incremento de su apoyo al subsector comedores colectivos (con una variación media anual acumulativa del 12,6%) y hoteles (12,4%). Esta situación no significa en modo alguno un cambio de preferencias subsectoriales en cuanto al apoyo de los intermediarios bancarios en 2002, ya que hoteles sigue siendo el subsector que recibe más fondos por parte de estas instituciones, seguido de restaurantes, establecimientos de bebidas, campings y finalmente, comedores colectivos. Este orden de preferencias ya se daba en 1996, el primero de los años estudiados en este epígrafe.

En 2002 se aprecia un cambio en el comportamiento de los bancos en relación con la tendencia registrada en toda la década de los noventa. Si en dicho decenio, las instituciones bancarias apoyaban fuertemente, de forma sistemática, al subsector hotelero en aquellas comunidades autónomas donde éste tiene más peso específico en captación de recursos financieros, como en Baleares, Cataluña, Andalucía y Canarias, por lo que podíamos afirmar que existía cierta relación entre el predominio de la financiación bancaria y el de la actividad hotelera, la situación es diferente en 2002. Las cajas de ahorro han irrumpido con fuerza en el conjunto de los subsectores y territorios, configurando un panorama nuevo.

Dicha realidad no parece afectar exclusivamente al sector hostelero, que evoluciona en la misma dirección que el conjunto de sectores productivos, aún no disponiendo de información estadística con un desglose sectorial de los mismos. Si bien los bancos mantienen la primacía, las cajas de ahorro van tomando el relevo en la prestación de apoyo crediticio al conjunto de actividades económicas, tendencia a la que no es ajena el sector hostelero y que se ha manifestado ya con contundencia en los diferentes subsectores así como en algunos territorios del Estado español.

Figura 2.3.

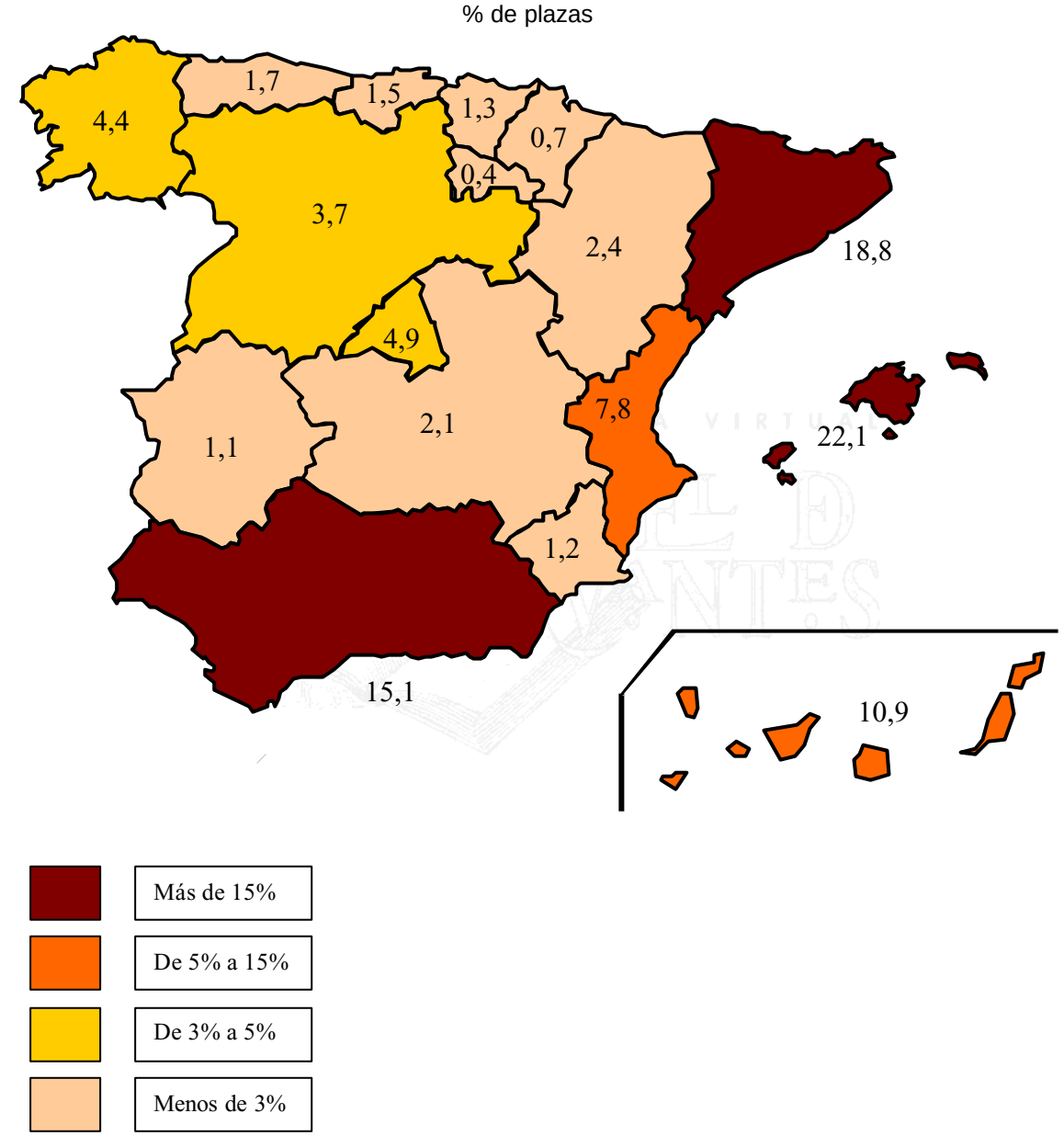
Distribución del Liderazgo de Bancos y Cajas de Ahorro en crédito hostelero por Comunidades Autónomas en 2002



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Figura 2.4.

Distribución por Comunidades Autónomas de la Hotelería Española en 2002

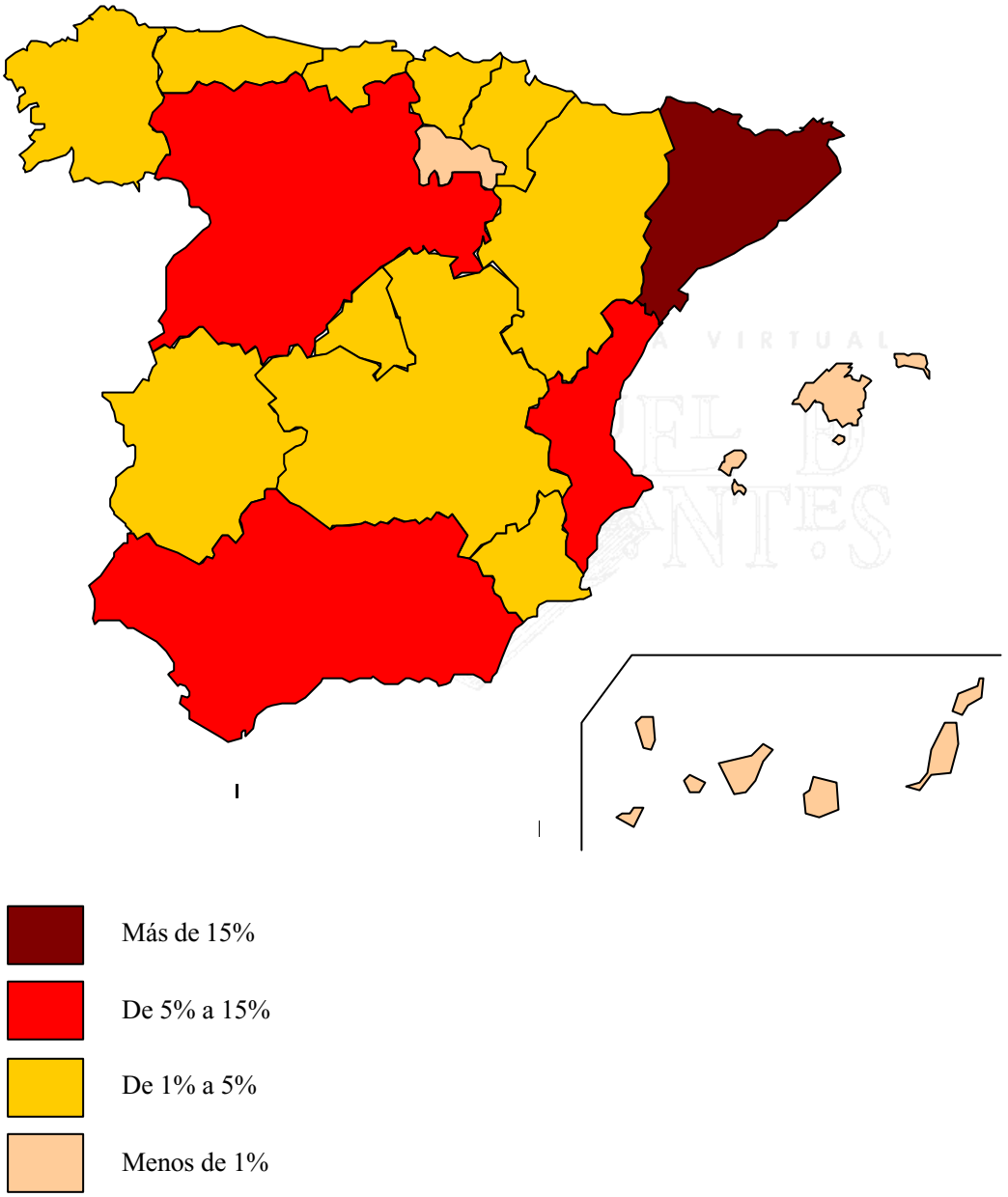


Fuente: Instituto de Estudios Turísticos (IET), 2002.

Figura 2.5.

Distribución por Comunidades Autónomas de Campings en 2002

en % de plazas

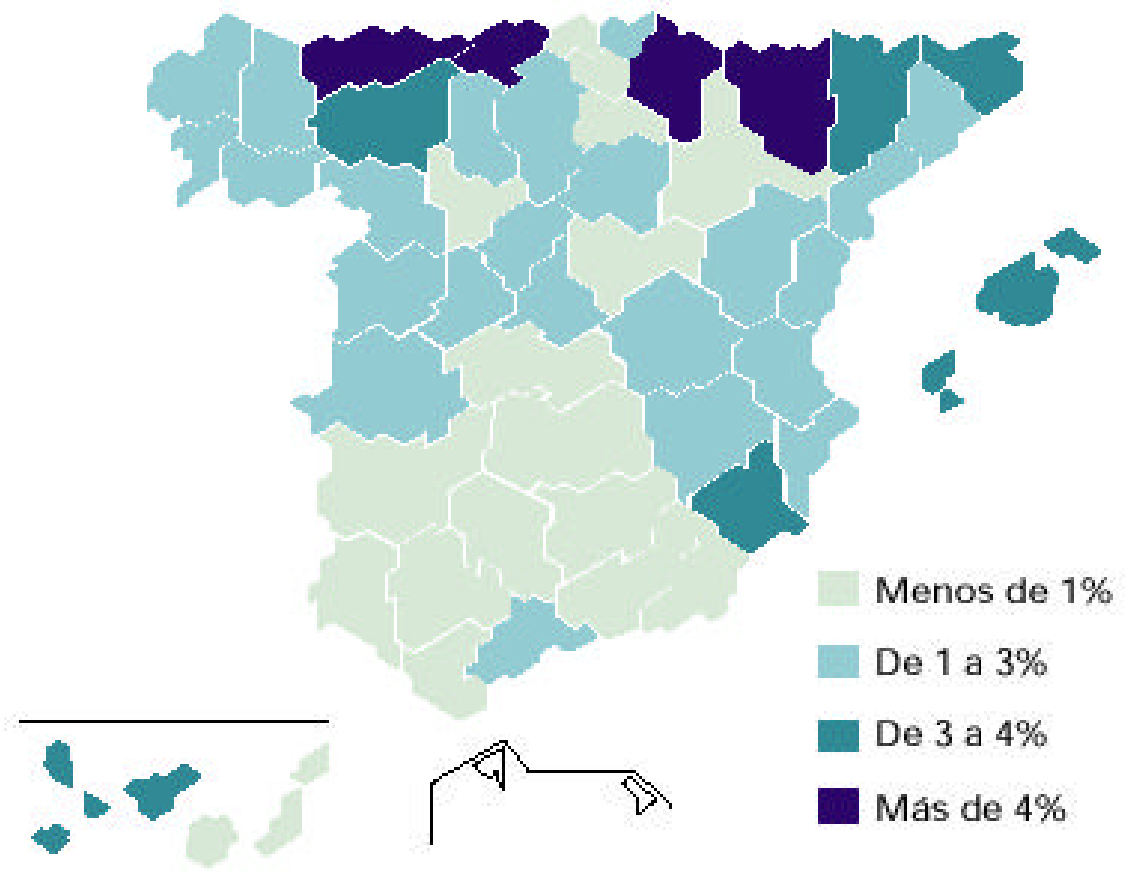


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), 2002.

Figura 2.6.

Distribución por Provincias de las plazas de turismo rural en 2002

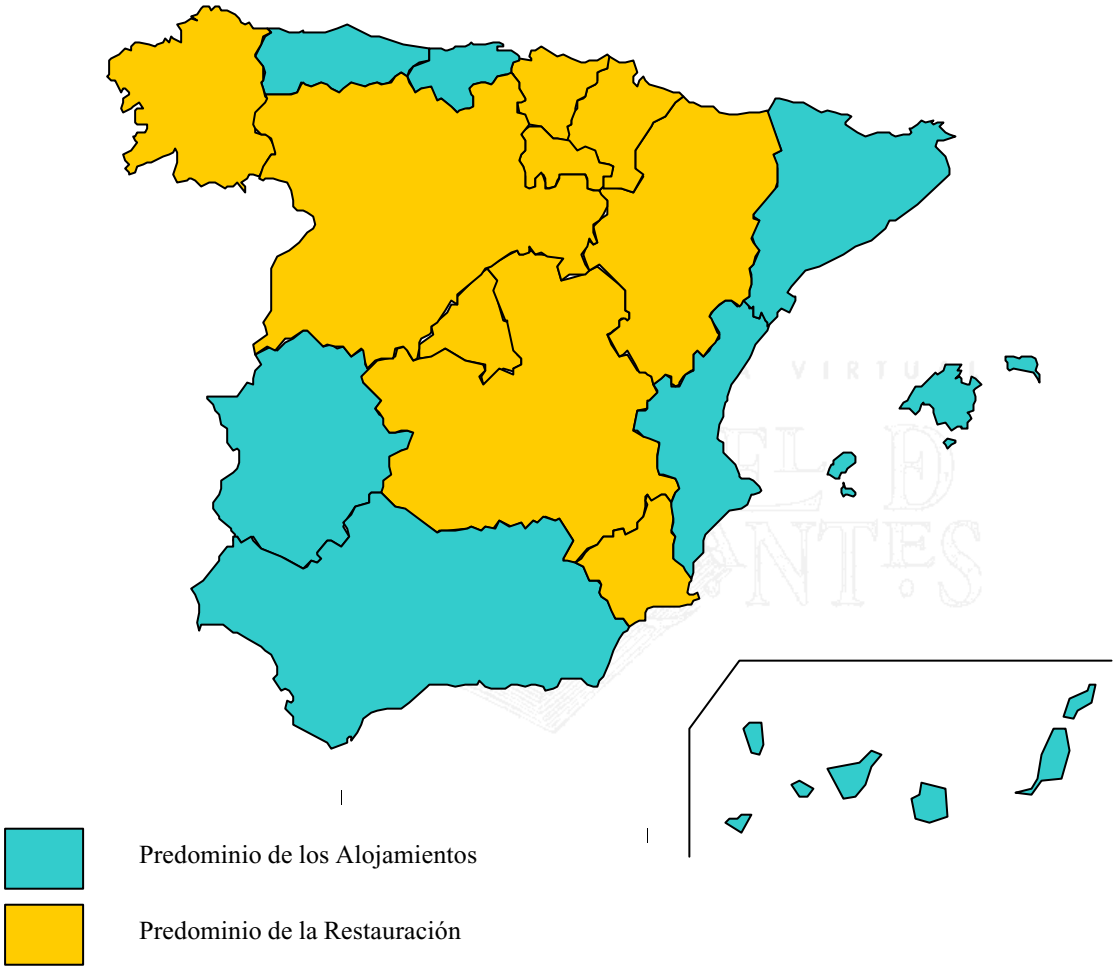
en % de plazas



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), 2002.

Figura 2.7.

Distribución del Liderazgo del Crédito a Alojamientos y Restauración por Comunidades Autónomas en 2002



Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

2.3. La financiación directa del sector hostelero.

2.3.1. El discreto papel de los mercados de renta fija en la financiación hostelera.

Los mercados de renta fija, al igual que tendremos oportunidad de estudiar para los de renta variable, han tenido una escasa repercusión en la financiación de las compañías turísticas españolas.

Hablamos de alternativas financieras adecuadas para empresas de cierto tamaño, fácilmente identificables por los potenciales inversores, por lo que entre las empresas del sector hostelero español, fuertemente atomizado, en el que ha predominado la estructura de propiedad familiar y los recelos ante la exposición a los mercados, así como el necesario desarrollo de los mismos para acercarse a la realidad de las empresas objeto de este trabajo, no ha habido tradición ni a veces posibilidad, de acudir a los mercados de renta fija a realizar emisiones.

Siguiendo a Ontiveros (2001), el acceso a los mercados de capitales no es libre ni indiscriminado. No todas las empresas disponen de la misma capacidad para captar recursos para nacer o desarrollarse. El tamaño, la naturaleza del sector en el que opera, la fase de desarrollo en que se encuentra o el grado de endeudamiento, son factores que, entre otros, condicionan las posibilidades de obtener financiación para cualquier empresa. Sintetizan el mayor o menor riesgo con el que se percibe la inversión en las compañías por parte de los canales habituales, los mercados y las instituciones de cualquier sistema financiero. En particular, en los mercados tradicionales de bonos y acciones, se actúa de una manera especialmente selectiva a la hora de aceptar nuevas empresas. También es el caso de las entidades bancarias cuando se trata de conceder créditos a medio y largo plazo, en mayor medida si la empresa se encuentra enmarcada en un sector nuevo o sin la suficiente tradición analítica. Esa falta de tradición se identifica con ausencia de garantías suficientes, a veces por la falta de activos colaterales con los que respaldar la obtención de recursos financieros. Por supuesto, la desconfianza es extensible a empresas que nacen con un tamaño relativamente reducido.

No hace falta profundizar demasiado en el conocimiento de las empresas del sector hostelero para identificar algunos de los rasgos mencionados que dificultarían su acceso a la financiación. Hay, sin duda, excepciones, pero en general, se trata de un sector con falta de tradición en los circuitos tradicionales de financiación, mayoritariamente compuesto de empresas que nacen con una dimensión relativamente pequeña y en muchas ocasiones, carentes de colaterales, aún más si consideramos las tendencias actuales que se van imponiendo en el sector, conducentes a aligerar, a veces al máximo, el soporte patrimonial que tradicionalmente tenían las empresas operadoras.

Hasta hace relativamente poco tiempo, no había experiencia española alguna que poder reflejar en este apartado del estudio. Bastaba con recurrir a los mercados implicados para constatar la ausencia prácticamente total de cualquier tipo de emisión que correspondiera a empresas hosteleras españolas[1]. Sin embargo, al igual que sucede con la cotización bursátil y quizás debido precisamente a ello, NH Hoteles y Sol Meliá han iniciado un acercamiento a los mercados de renta fija realizando algunas operaciones en el mismo.

Lo que el futuro pueda depararnos en cuanto a la extensión de este tipo de vías de financiación va a estar vinculado al propio desarrollo de estos mercados, que puedan permitir a las compañías emisoras el acceso a un mayor número de inversores, pero también a la recuperación de la confianza y cierta contención de la volatilidad que en estos momentos registran los mercados de renta variable, sobre todo en la cotización de las empresas del sector turístico, especialmente castigado en los mercados en los últimos tiempos. Con ello se favorecería el acceso de un mayor número de empresas a los diferentes mercados de valores, con emisiones más atractivas para cualquier perfil de inversor. La creciente presencia de la inversión colectiva en los mercados de capitales, entre los que se encuentran los de renta fija privada, facilita sin duda el acceso de numerosos inversores que quizás no invertirían en ellos de forma directa.

[1] AIAF, el mercado de valores español de renta fija privada, confirmaba a la autora dicha circunstancia en 2001, ya que sólo se tenía constancia de NH Hoteles como emisor de entre las compañías del sector hostelero español. La hotelera había utilizado el Euromercado para emitir deuda, lo que la convierte en la pionera de su sector en el acceso a dichos mercados.

Ontiveros (2001) plantea la idea de la resurrección de los bonos de alto rendimiento (*high yield bonds*), también conocidos como "bonos basura" (*junk bonds*). En 1990, este mercado se había dado por desaparecido con la liquidación, tras la crisis de Drexel Burnham Lambert, especialista en este tipo de instrumentos. No obstante, la explosión de nuevos proyectos intensivos en riesgo ha renovado el protagonismo de unos instrumentos financieros que parecen adecuados para financiar iniciativas con alto nivel de riesgo, lo cual no significa que un proyecto empresarial no sea viable y su financiación puede resultar más rentable que el apoyo a proyectos más tradicionales. El desarrollo de este tipo de bonos va unido a la necesidad de unos mercados secundarios amplios y profundos, pero constituyen un apoyo a la financiación de proyectos con riesgo elevado, como operaciones de reestructuración empresarial, tomas de control de empresas u otras circunstancias, que justifican la oferta de un mayor rendimiento.

Brealey y Myers (1998) advierten de las dificultades para explicar la cadencia de las oleadas de fusiones pero afirman que durante el *boom* de fusiones de los años ochenta se emprendieron muchas adquisiciones para disciplinar a los directivos más que para conseguir beneficios de la combinación de dos negocios y muy pocas empresas fueron inmunes al ataque de otros rivales en el sector. Se dieron muchos casos de empresas pequeñas con volumen de activos relativamente escasos que se hicieron con rivales o empresas de otros sectores mucho más poderosas. Lo que hizo posible algunas de dichas ofertas fue la habilidad de algunos directivos de financiar la operación endeudándose. Así, el crecimiento de las compras con apalancamiento durante ese periodo se basó en el desarrollo de un mercado de bonos basura que permitió a los compradores colocar obligaciones de baja calificación rápidamente y en grandes volúmenes.

El sector hotelero en el mundo está siendo objeto de una verdadera ola de fusiones. Alguna situación parecida a la descrita podríamos encontrarla hoy en el ámbito sectorial de la hotelería. El resurgimiento de los mercados de bonos de alto rendimiento, si bien con previsibles cautelas después de la experiencia del decenio de los ochenta, puede contribuir al desarrollo de dichas operaciones.

2.3.1.1. Activos híbridos.

2.3.1.1.1. Bonos convertibles.

Producto financiero considerado como híbrido entre la renta fija y la variable, es un instrumento de deuda emitido por una empresa con posibilidad de convertirse en acciones cuando llegue su vencimiento. En definitiva, a juicio de Mercapital (1999) se trata de una ampliación de capital con un atractivo mayor que el de una emisión de acciones, con un coste en intereses menor que el de la deuda para las empresas, lo que les permite realizar sus inversiones y esperar su rendimiento para empezar a pagar dividendos a los nuevos accionistas. Este activo financiero cuenta con un potente mercado en Europa, que viene manteniendo una imparable y ascendente trayectoria desde mediados de los noventa, alcanzando en 1998 ya niveles muy similares a los de Estados Unidos y Japón, los otros dos grandes mercados de bonos convertibles del mundo.

Los emisores de bonos convertibles en Europa suelen ser *blue chips*, empresas de alta capitalización y con gran liquidez en bolsa, por tanto con un elevado grado de solvencia. También se detecta la entrada de compañías pertenecientes a sectores de crecimiento, como telecomunicaciones, tecnología o Internet, habituales en el mercado de bonos convertibles de Estados Unidos. En España, Sol Meliá emitió 200 millones de euros en bonos convertibles en 1999.

Volveremos sobre esta cuestión más adelante pero sirva como anticipo la idea contemplada en la teoría de la jerarquía financiera por la cual las empresas prefieren en primer lugar para financiarse las ganancias retenidas y sólo si se ven forzadas a acudir a la financiación externa, emitirán bonos convertibles después de intentar obtener recursos a través de deuda, anteponiendo dichas emisiones de bonos convertibles al recurso a la emisión de acciones (Myers, 1984; Brealey y Myers, 1998).

Los expertos recomiendan invertir en bonos convertibles a aquellos ahorradores con un perfil conservador, que rechazan el riesgo que supone tomar posiciones de forma directa en la bolsa. Gagliardi, de Société Générale, entrevistado en *Nueva Economía* (1999),

explica que "el soporte bono actúa como un colchón que amortigua el riesgo de la inversión en renta variable, con una rentabilidad para el inversor que puede ser superior a la que obtendría en el mercado de bonos clásico" por los que es una buena alternativa de inversión para ahorradores con un perfil conservador, que rechazan el riesgo que supone tomar posiciones de forma directa en la bolsa. Con tipos de interés en la zona euro en niveles relativamente bajos y habiéndose diminado el riesgo de tipo de cambio, los bonos con opción de conversión ofrecen la oportunidad de conseguir un poco más de interés en la cartera.

El mercado de convertibles tiene un gran potencial de desarrollo en Europa. Entre los factores que más contribuyen a ese crecimiento, Gagliardi señala "los movimientos corporativos surgidos a raíz de la entrada en vigor del euro y la necesidad de las empresas de diversificar sus fuentes de financiación, con la interesante alternativa que supone acudir al mercado de bonos convertibles". Francia, Gran Bretaña, Alemania o Suiza cuentan con una amplia presencia en este mercado, mientras que España e Italia, aunque más rezagadas que el resto de Europa, muestran un gran dinamismo tanto en volumen como en número de emisores.

El *boom* de este mercado podría venir de la mano de los bonos de alto rendimiento, activos muy populares en Estados Unidos pero con escasa presencia en Europa. Estos bonos están emitidos por empresas en plena expansión que necesitan un importante flujo de recursos.

2.3.1.1.2. Emisiones preferentes.

Traemos a estas páginas otro producto no muy frecuente en España, las emisiones preferentes, porque Sol Meliá lanzó una emisión de estas características en 2002. Se trata de una clase particular de acciones que emite una sociedad. No son acciones ordinarias sino que tienen un carácter especial**,** ya que garantizan dividendos fijos o variables, a cambio de la renuncia del accionista a algunos derechos sociales, como es el derecho a voto en las asambleas generales.

Si bien se trata de acciones, o fondos propios de la compañía, los títulos se negociarán en el Mercado Secundario Español de Renta Fija AIAF. En realidad, este tipo de títulos se consideran también, como los bonos convertibles, un híbrido entre las acciones (renta variable) y las obligaciones (renta fija).

De acuerdo con la teoría de la jerarquía financiera, la emisión de acciones preferentes constituiría una alternativa para financiarse a largo plazo situada por detrás de muchas otras vías de financiación en las preferencias empresariales. Así, sólo se recurriría a esta fuente de financiación si la empresa requiere financiación externa, siempre que no la consiga internamente, y entre las fórmulas de financiación externa, después de emitir deuda, deuda convertible e incluso por detrás del intento de obtención de recursos financieros a través de la emisión de acciones ordinarias.

En el caso concreto de Sol Meliá, la emisión de 150 millones de euros otorgará a sus titulares el derecho de percibir, durante los primeros diez años, un equivalente a un 8,03% T.A.E**,** pagaderos por trimestres vencidos. El mínimo para acudir es un desembolso de 10 participaciones, cada una de 100 euros, lo que sería un total de 1.000 euros.

Si algo tiene de característico esta emisión comparada con las acciones ordinarias, es que en este caso, la empresa asegura que en 10 años**,** plazo de amortización, el inversor recupera el importe nominal íntegro**.**

Además, desde Sol Meliá señalan que el dividendo que se pagará todos los años será bastante superior a la tasa de inflación actual.

Generalmente, con las acciones preferentes o privilegiadas, sus titulares perciben un dividendo mayor que con las acciones ordinarias. El privilegio puede consistir también en un aumento de cuota en caso de liquidación de la sociedad. Puede suceder que los accionistas fundadores se reserven un mejor trato económico, o pueden servir de financiación cuando la sociedad pasa por un mal momento (Mercapital, 1999).

Podríamos afirmar al respecto que, más allá del talante innovador que desde el punto de vista financiero parece caracterizar la gestión de la compañía Sol Meliá desde que Sebastián Escarrer accediera a la máxima responsabilidad ejecutiva en la compañía, las dificultades que ésta vivió en el mercado bursátil en 2002 pudieron justificar la adopción de la decisión de buscar alternativas en los mercados que podían permitirle recabar recursos necesarios hasta conseguir recuperar la confianza de los inversores y los financiadores.

2.3.2. El acceso a la cotización bursátil de las empresas turísticas españolas.

BIBLIOTECA VIRTUAL

La tradicional atomización del sector de empresas dedicadas a actividades turísticas contribuye a explicar la tardía y todavía limitada incorporación del mismo a las bolsas españolas. En el momento presente, básicamente solo tres empresas cotizan de manera significativa en nuestro mercado: dos de ellas son cadenas hoteleras (Sol Meliá y NH Hoteles), mientras que la tercera es una central de reservas (Amadeus). No obstante, las acciones de las tres venían operando activamente, tal y como quedó reconocido por su incorporación al Ibex-35, si bien las dificultades por las que ha atravesado el sector en los últimos tiempos llevaron a la salida de Sol Meliá del selectivo índice en enero de 2003[2]. En el Cuadro 2.18 se recogen datos relativos a los volúmenes de contratación de los últimos años, en el que se puede apreciar la importancia de la más reciente incorporación de Amadeus.

El fenómeno que sin duda caracteriza a la realidad de los principales mercados bursátiles en la actualidad es la dicotomía entre el comportamiento de las empresas dedicadas a actividades tradicionales, y el de las que operan o pueden beneficiarse de las nuevas tecnologías (como sería el caso en nuestro país de Telefónica y sus fliales). El marcado contraste entre las alzas espectaculares obtenidas por los títulos de estas últimas en los meses anteriores a 2000 y la atonía de las acciones de empresas industriales o de servicios tradicionales había puesto en cuestión la validez de los índices bursátiles tales como el referido Ibex-35, que tratan de ofrecer una cifra

[2] Criterios de cambio: último volumen de contratación de los cinco meses anteriores a la revisión, en este caso 09/12/02; liquidez en Bolsa superior al 30%; capitalización igual o superior al 0,3% del total de la composición del Ibex-35.

representativa de un mercado bursátil, cuando en realidad la unidad de ese mercado tan dispar es discutible. La aparición del Nuevo Mercado español en 2000 para empresas tecnológicas o de elevado potencial de crecimiento, en el que se integra Amadeus, aún estando a su vez en el Ibex-35, contribuyó sin duda a paliar esa situación. Su creación se justifica fundamentalmente por evitar las variaciones que habría que realizar en el mercado bursátil tradicional como consecuencia de las salidas a Bolsa de nuevos valores tecnológicos y de empresas de elevado potencial de crecimiento que imponían una enorme volatilidad en el mercado tradicional.

Sin embargo, para los analistas las comparaciones referidas al índice de la plaza respectiva están siendo sustituidas por comparaciones sectoriales que, debido al fenómeno de la globalización creciente de los mercados, no se limitan a los respectivos valores nacionales, sino que abarcan asimismo las principales empresas cotizadas en las bolsas de otros países.

Pese a la presencia relativamente escasa de las empresas dedicadas a actividades turísticas en la bolsa española, se da la circunstancia de que dentro de este sector nos encontramos también con esa dualidad. Así, las empresas hoteleras representan una actividad tradicional, mientras que Amadeus está considerada como una sociedad que puede aprovechar mejor el desarrollo de nuevas tecnologías, si bien esa realidad también está experimentando profundas transformaciones ya que las empresas hoteleras no han dejado de realizar esfuerzos en los últimos años por incorporar las nuevas tecnologías a sus procesos productivos, como se explica en otras partes de este trabajo.

Cuadro 2.18.

PARTICIPACIÓN DE LAS EMPRESAS TURÍSTICAS EN LA CONTRATACIÓN BURSÁTIL

(millones de euros)

Semestre	Contratación Bolsa de Madrid	Participación del sector turístico (en %)			
		Sol Meliá	NH Hoteles[3]	Amadeus[4]	Total
I/98	104.312	0,33	0,43		0,76
II/98	96.751	0,38	0,58		0,96
I/99	117.510	0,46	0,41		0,87
II/99	109.709	0,38	0,42	1,95	2,75
I/00	193.405	0,42	0,33	1,97	2,72
II/00	198.136	0,41	0,23	0,98	1,62
I/01	215.497	0,66	0,29	0,85	1,80
II/01	125.111	0,57	0,31	1,02	1,90
I/02	165.082	0,55	0,17	0,82	1,54
II/02	140.342	0,40	0,13	0,99	1,52

Fuente: Bolsa de Madrid.

Cuadro 2.19.

PRINCIPALES MAGNITUDES DE LAS EMPRESAS TURÍSTICAS COTIZADAS EN BOLSA

Concepto	Compañía	1999	2000	2001	2002
Ventas (millones de euros)	AMADEUS	1370	1594	1871	1918
	SOL MELIA	659	892	1016	1011
	NH	273	552	765	934
Beneficio neto (millones de euros)	AMADEUS	145	81	92	85
	SOL MELIA	88	113	59	4
	NH	65	91	82	86
Beneficio por acción (euros)	AMADEUS	0,25	0,21	0,22	0,20
	SOL MELIA	0,50	0,63	0,32	0,02
	NH	0,79	0,90	0,68	0,71
Price/Earnings Ratio (P.E.R.)	AMADEUS	31,8	30,9	17,9	14,7
	SOL MELIA	22,0	13,5	11,8	14,3
	NH	16,6	12,4	12,0	9,5

Fuente: Bolsa de Madrid.

[3] Con anterioridad a enero de 1999, la denominación social de NH Hoteles era Cofir S.A.

Cuadro 2.20.

Las 10 principales cadenas hoteleras mundiales y cotización en bolsa

COMPAÑÍA	PAÍS	MARCAS DE LA DIVISIÓN HOTELERA	BOLSA
Cendant Corporation	USA	Days Inn, Super 8 Motels, Ramada (América del Norte), Howard Johnson, Travellodge, Knights Inn, Villager Lodge, Wingate Inn, AmeriHost Inn	Nueva York
Six Continents Plc. (Hasta 2001 era Bass Plc.)	UK	Holiday Inn, Express by Holiday Inn, Holiday Inn Family Suites Resorts, Holiday Inn Select, Holiday SunSpree Resorts, Holiday Inn Garden Court, Crowne Plaza, Staybridge Suites, Inter.-Continental, Forum	Londres y Nueva York
Marriott International	USA	Marriott, Courtyard, Residence Inn, Fairfield Inn, SprigHill Suites, Ritz-Carlton, Renaissance, Ramada International, TownePlace International, Marriott Executive Apartments, ExecuStay	Nueva York, Chicago, Filadelfia y Pacífico
Accor	FRANCIA	Sofitel, Novotel, Mercure, Ibis, Formule1, Etap, Red Roof Inns, Motel 6, Suitehotel, Studio 6, All Seasons, Orbis,	París
Choice Hotels International	USA	Comfort Inn&Suites, Quality Inn&Suites, Econo Lodge, Clarion, Rodeway, Sep Inn, MainStay, Flag Choice	Nueva York
Hilton Hotels Corporation	USA	Hilton, Conrad, Hilton Garden Inn Hotels, Double Tree Hotels, Embassy Suites, Homewood Suites, Hampton Inn (entre otras)	Nueva York
Best Western International	USA	Best Western	No cotiza en Bolsa
Starwood Hotels&Resorts Worldwide	USA	Four Points, Sheraton, Westin, W Hotels, The Luxury Collection-St. Regis	Nueva York
Carlson Hospitality Worldwide	USA	Radisson, Regent International, Country Inns&Suites by Carlson	No cotiza en Bolsa
Sol Meliá	ESPAÑA	Meliá, Sol, Tryp, Paradisus Resorts	Bolsa Española

Fuente: Elaboración propia a partir de Martorell (2002).

[4] Las acciones de Amadeus se admitieron a cotización en Octubre de 1999.

En el turismo español y en un sentido muy amplio, habría cuatro valores turísticos dentro de la Bolsa española: Sol Meliá, NH hoteles, Amadeus (como se ha visto) y dando un paso más, quizás también Iberia podría incluirse en el grupo. El peso de todas ellas dentro de la Bolsa española es de escasamente un 2%, lo que dista mucho de la importancia que el turismo tiene sobre el PIB español, que es del orden del 12% según estadísticas oficiales. La actividad turística no es solo la que aporta más a la economía española en términos relativos, sino que esta situación es trasladable al conjunto de la economía mundial[5]. Esta situación no está reflejada convenientemente en las bolsas mundiales por cuanto que el tamaño de las compañías es relativamente pequeño, especialmente en Europa.

BIBLIOTECA VIRTUAL

El caso de Estados Unidos es sensiblemente diferente ya que cuenta con las principales empresas hoteleras del mundo, mayoritariamente empresas cotizadas en Bolsas americanas. Si tomamos las diez empresas hoteleras con mayor número de habitaciones en el mundo, observamos con claridad lo afirmado.

Cabe señalar que solamente dos de las compañías hoteleras del Cuadro 2.20 no cotizan en bolsa; en realidad, se trataría únicamente de Carlson Hospitality Worldwide, ya que Best Western Internacional no es un empresa como tal sino una asociación de compañías hoteleras independientes que actúan como consorcio. La compañía es propiedad de los hoteleros asociados, que son dueños y gestores de sus establecimientos. El caso de Carlson es diferente, tratándose de una empresa perteneciente a la familia Carlson. El hecho de no cotizar en Bolsa la convierte en la compañía menos transparente de las más importantes del mundo, debido a la escasez de información económico-financiera que existe acerca de la misma.

El grupo Carlson no se dedica exclusivamente a la actividad hotelera, sino que opera a través de seis divisiones, entre las que se encuentra una dedicada a dicha actividad. Asimismo, opera en el negocio de la restauración, los cruceros, ocio, agencias de viajes y construcción. Carlson no es una compañía propietaria de hoteles, sino que es

[5] Según la opinión que Sebastián Escarrer, vicepresidente de Sol Meliá, expone en la entrevista concedida a Pedro Cases, en la revista *Bolsa de Madrid*, en su número 121, de junio de 2003.

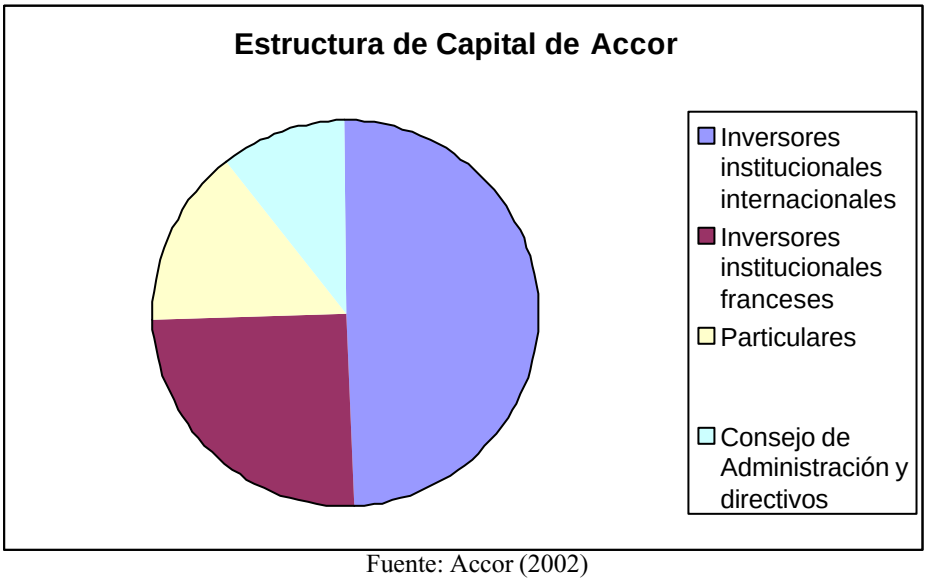
operadora, fundamentalmente a través de franquicias (96% de su cartera), mientras el restante 4% está orientado a los contratos de gestión.

El resto de las grandes compañías hoteleras cotiza en Nueva York, salvo las dos cadenas hoteleras de Europa Continental, la francesa Accor, que cotiza en su país de origen, y la española Sol Meliá, que lo hace en España. Por su parte, la británica Six Continents, también está listada en la Bolsa de Londres, al margen de cotizar en Nueva York.

Al igual que sucede con Sol Meliá, Accor cuenta entre sus accionistas con participaciones destacadas de instituciones financieras. Sin embargo, los fundadores de Accor conservan una participación bastante menos significativa que la familia Escarrer en Sol Meliá, en torno al 10% del capital de la compañía, porcentaje equivalente al de los directivos de la compañía, lo que convierte a ambos grupos en los accionistas de referencia de la misma.

Gráfico 2.45.

ESTRUCTURA DE CAPITAL DE ACCOR



Fuente: Accor (2002)

Accor está especializada en hoteles económicos, entre otras diversas actividades turísticas. La buena marcha de los hoteles económicos en Europa están permitiendo a la compañía mantener los buenos resultados y compensar la caída en la demanda de hoteles de mayor categoría. Accor prevé seguir creciendo a un buen ritmo. Sin

embargo, va a reducir las inversiones frente a lo que viene siendo habitual en el grupo, por lo que su dinámica expansión va a basarse en la utilización de contratos de gestión y franquicias, de las que hablaremos más adelante.

Por su parte, Sol Meliá no está viviendo sus mejores momentos en la bolsa. Los malos resultados de Sol Meliá en 2002 hicieron merecedora a la compañía de los peores pronósticos y valoraciones. A mediados de 2003, su situación parece haber mejorado sustancialmente. En general, los expertos afirman que, tras los atentados del 11 de septiembre, la guerra de Irak y la neumonía atípica, parte de la incertidumbre que padecía el sector se ha despejado, lo que unido a las mejores previsiones de ocupación hotelera, justifican la subida bursátil de la empresa mallorquina. Desde ING Financial Markets, se aduce que el mejor comportamiento de la hotelera se debe a dos factores. Por un lado, la mejora de la ocupación hotelera y por otro, el castigo bursátil acumulado. Se afirma asimismo, que la recuperación podría ser superior en los hoteles vacacionales, lo que beneficiaría claramente a Sol Meliá frente a NH Hoteles, ya que la primera tiene una cartera de hoteles más diversificada. El Banco Espirito Santo, por su parte, puntualiza que tras la guerra de Irak y con la neumonía asiática bajo control, "el sector hotelero es un poco más optimista" por lo que cabe esperar movimientos consecuencia de noticias positivas para la hotelería española.

La estrategia de NH hoteles, tradicionalmente concentrada en los hoteles urbanos, ha dado sus primeros pasos encaminados a dar un giro importante hacia la diversificación de su cartera hotelera, por el momento en la Costa del Sol, donde está concentrando su negocio vacacional. Antes de plantearse nuevas inversiones en el segmento de sol y playa, pretende reforzar su apuesta por esta localización geográfica, donde quiere identificar su oferta como de turismo de alta calidad, orientada a la práctica del golf y al turismo de salud.

Queda mucho recorrido, a nuestro juicio, para las empresas turísticas, en particular las hoteleras, en los mercados bursátiles. En otras partes del trabajo queda evidenciado que buena parte de las empresas hoteleras de mayor dimensión han sopesado la decisión de sacar parte de su capital social a la Bolsa, si bien es cierto que las adversas circunstancias en las que evolucionan los mercados mundiales en los últimos años han

hecho desistir, o al menos aplazar, la adopción de este tipo de decisiones. Sin embargo, los mercados bursátiles están presentes, aunque de forma más bien indirecta, en las estructuras financieras de algunas empresas hoteleras españolas, como se aprecia en otros apartados de este mismo trabajo.

La Bolsa española ha seguido reaccionando en atención a la realidad del tejido empresarial español, con características y campos de actividad diferentes a los de hace sólo unos pocos años. Así, a partir del 2 de enero de 2002, todas las compañías cotizadas en la Bolsa de Madrid quedan integradas dentro de una nueva clasificación Sectorial y Subsectorial, creándose una nueva familia de índices, IGBM 2002, como respuesta de la Bolsa a estos cambios. También se ha adoptado una nueva metodología de cálculo con ponderaciones ajustadas y se ha creado un Comité de Gestión de los índices.

La nueva clasificación responde al estudio de los modelos internacionales más difundidos, intentando su adaptación a las especificidades del tejido empresarial español. Se trata de crear instrumentos más útiles para la comunidad inversora, incorporando compañías homogéneas por grupos de actividades e incluyendo como novedad un segundo nivel en la clasificación, los subsectores, que desglosa más la clasificación de actividades de las empresas cotizadas, permitiendo la inclusión de nuevos subsectores a medida que sea necesario, sin modificar la composición de los siete sectores básicos:

- Tres de servicios puros: Servicios Financieros, Comunicaciones y Servicios de Información, Otros Servicios de Mercado.
- Dos grandes bloques de bienes: los demandados directamente por los consumidores –Bienes de Consumo- y los demandados por las empresas –Bienes de Inversión e Intermedios-.
- Energía, por un lado, y Construcción, por otro, que forman sector por sí solos.

Dentro del sector Servicios de Mercado se ha incluido un subsector específicamente turístico, Ocio, Turismo y Hostelería, que integra bajo el mismo epígrafe las actividades consideradas turísticas y que supone un verdadero cambio en la percepción que la Bolsa

española tiene de las mismas, confiriéndoles entidad propia e integrando empresas de carácter homogéneo en dicho subsector. Oficialmente, se trata de "actividades deportivas, artísticas, espectáculos, gestión de parques de ocio –tanto al aire libre como en recintos cubiertos- y de instalaciones deportivas, centrales de reservas aéreas y turísticas, actividades relacionadas con la hostelería y la restauración, tanto en locales propios como arrendados, así como la distribución y servicio a domicilio". Lo cierto es que, debido a las dificultades existentes a la hora de caracterizar a las actividades turísticas, fruto fundamental de su gran heterogeneidad, surgen inmediatamente cuestionamientos respecto a la elección de las actividades establecida y, por ende, en relación con las empresas que pasan a formar parte de dicho subsector (Amadeus, NH Hoteles, Parques Reunidos, Promociones Eurobuilding, Sol Meliá, Tele Pizza).

El nacimiento de la familia de índices IGBM 2002 lleva aparejado un nuevo sistema de cálculo del IGBM, que refleja con mayor exactitud la situación del mercado al eliminar las distorsiones generadas por las participaciones cruzadas en las compañías integrantes del Índice. Esto se consigue calculando las ponderaciones a partir de lo que se ha dado en llamar Capitalización Corregida (Brito, 2002).

Hay que señalar que las series históricas de los nuevos sectores están accesibles desde el 2 de enero de 2002 y que favorecerán las comparaciones internacionales así como la realización de análisis sectoriales más pormenorizados.

2.4. La financiación al sector hostelero procedente de sectores no financieros.

2.4.1. El papel de los tour operadores en la financiación del desarrollo hotelero español.

2.4.1.1. Estructura y funcionamiento de los tour operadores en Europa.

El operador turístico es el vehículo principal de acceso a los distintos productos turísticos por parte del consumidor. Entre las distintas modalidades de operador turístico aparece la figura del tour operador que surge en Gran Bretaña como consecuencia del cambio sociológico y económico que experimenta Europa después de la Segunda Guerra Mundial y tras el primer periodo de reconstrucción a partir de los años cincuenta (González Soria, 1999).

El sector de operadores turísticos, también llamado de organizadores de viajes e intermediarios, puede desglosarse hoy en los tipos de actividad siguientes (Comisión Europea, 2003):

- Tour operadores
- Agencias de viaje
- Guías de turismo y servicios de información al turista

La relación entre los diferentes productos de viaje es compleja y el papel del organizador de viajes es variado y está evolucionando.

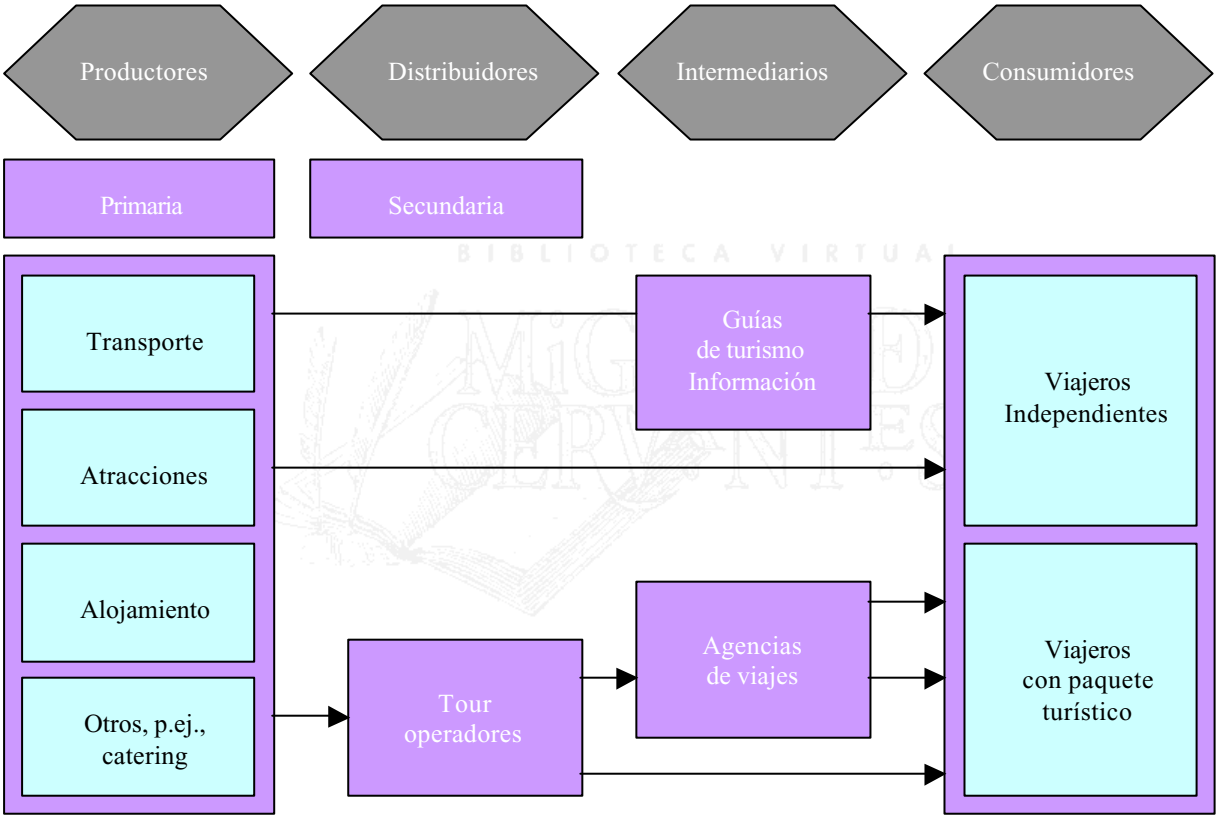
Tradicionalmente, los tour operadores han tenido una función de mayoristas, combinando productos como billetes de avión, habitaciones de hotel y servicios de desplazamientos en autocar para venderlos a la agencia de viajes.

Las agencias de viajes, por su parte, funcionan como minoristas en la cadena, vendiendo al cliente final los servicios de organización del viaje, sin necesidad de almacenar existencias y funcionando como mero intermediario entre el viajero y el proveedor.

Los guías turísticos y los servicios de información al turista desempeñan un papel de apoyo del producto turístico, ofreciendo información y servicios generalmente en el destino turístico.

Figura 2.8.

El papel de los organizadores de viajes e intermediarios



Fuente: Comisión Europea (2003), adaptado de Poon, 1993 y Cooper, Fletcher, Gilbert y Wanhill, 1993.

Sin embargo, la delimitación tradicional de tareas se está desdibujando desde que los tour operadores venden directamente sus "paquetes" a los clientes, circunstancia cada vez más habitual, saltándose al intermediario. En algunos casos, los proveedores finales del servicio turístico, como hoteles y líneas aéreas, se dirigen directamente a los clientes para venderles su producto, evitando totalmente a cualquier tipo de organizador de viajes u operador turístico. El impacto de las nuevas tecnologías en la distribución y los canales de comercialización han hecho que la delimitación tradicional de papeles vaya perdiendo al menos parte de su sentido en la actualidad.

A pesar de los nuevos retos a los que la realidad les enfrenta, los tour operadores siguen canalizando buena parte de los viajes de carácter vacacional. Las personas que realizan viajes de negocios tienden a preferir el recurso a las agencias de viajes antes que a los tour operadores, debido a la fuerte especialización de estos últimos en el mercado vacacional. Ésta es una de las claves para entender la preponderancia de los tour operadores, sobre todo europeos, en el mercado turístico español.

Lo cierto es que el marco en el que operan los organizadores de viajes está cambiando en el mundo y Europa no es una excepción. Lo que hace una década era mayoritariamente un mercado de empresas de base nacional con una estructura de la propiedad concentrada en manos de pocos inversores para cada empresa y orientada al negocio turístico, está en vías de convertirse en una mercado oligopolista de unos cuantos grupos dominantes de carácter supranacional, activos en todos los mercados europeos clave e integrados verticalmente a lo largo de toda la cadena de valor (Cuadro 2.21). Aunque entre los operadores más importantes figuran aún empresas no cotizadas, la presencia en la Bolsa es cada vez más importante, como lo es la presencia del negocio turístico en conglomerados de empresas de base distinta, conformando en ellos una división de negocio.

Cuadro 2.21.

Principales tour operadores europeos			
Empresa	**País**	**Volumen de negocio en 2000 (miles de millones de euros)**	**Nota sobre fusiones y adquisiciones**
TUI/Preussag	Alemania	40,5	Adquirido por Preussag (pero bajo la denominación comercial de TUI)
Airtours	Reino Unido	27,8	
C&N Touristic	Alemania	19,0	Bajo la denominación comercial de Thomas Cook AG
Thomsom	Reino Unido	18,0	Propiedad de Preussag
Rewe Touristik	Alemania	14,9	
First Choice	Reino Unido	11,9	
Kuoni Group	Suiza	10,2	
Club Méditérranée	Francia	7,2	
Nouvelles Frontières	Alemania/Francia	4,9	Propiedad de Preussag
Hotelplan	Alemania	4,1	

(Aunque Thomson forma parte actualmente de TUI, FVW lo ha recogido aquí por separado)

Fuente: FVW International, 2001.

Junto a los grandes operadores, pervive un buen número de empresas PYME que continúan prestando servicios en el sector de la organización de viajes. Según el "Panorama of EC Business, 2000" de Eurostat, la mayoría de las empresas organizadoras de viajes son pequeñas empresas, que dan trabajo a entre cinco y diez personas.

El mercado es más competitivo progresivamente, con un comportamiento muy marcado por el avance de la demanda, cada vez más consciente de la existencia de canales alternativos de distribución, con unas preferencias cambiantes que la orientan más hacia experiencias personalizadas en los viajes, alejándose del paquete tradicional y con una percepción más clara que nunca de los precios, favorecida por el proceso de integración monetaria en Europa, por lo que la transformación del sector de organización de viajes es manifiesta en los últimos años.

Tal y como habitualmente sucede, las empresas del sector peor preparadas para afrontar las transformaciones necesarias para competir en el nuevo entorno son las de menor dimensión. Según un estudio de campo realizado por PwC Consulting en 2001 y

tomado como referencia por la Comisión Europea, los factores fundamentales que afectan a la competitividad del sector se resumen en el siguiente cuadro:

Cuadro 2.22.

Factores de competitividad en el sector de la intermediación en viajes	
Políticos: Normas y seguridad	▪ A pesar de la creciente integración de los operadores en el mercado del turismo, son escasas las normas de calidad del servicio. ▪ La disponibilidad de los datos varía de forma notable en cuanto al método de recogida y exactitud, así como entre los Estados miembros. No hay suficientes datos comparables.
Económicos: Acceso y financiación	▪ Creciente importancia de unos cuantos grupos dominantes, activos en los principales mercados, integrados verticalmente a lo largo de la cadena de valor. ▪ Los grandes tour operadores están incorporando nuevas modalidades de venta para llegar a un público más amplio, en detrimento de los pequeños y medianos operadores. ▪ Existe poca diferenciación y escaso valor añadido de los pequeños y medianos operadores para competir con operadores internacionales. ▪ Escasez de consorcios y alianzas de comercialización para obtener poder de negociación y economías de escala. ▪ Tanto los productores como los tour operadores están intentando ser vendedores directos al cliente final, con notables repercusiones en el negocio de otros intermediarios como agencias de viajes. La desigual importancia de las agencias de viajes en las diferentes regiones puede marcar diferencias en su negocio en el canal de distribución en el futuro. ▪ Las nuevas tecnologías están revolucionando las relaciones tradicionales entre productores, operadores y clientes, con la consiguiente confusión de los consumidores. ▪ La reducción de las comisiones de los productores, en particular de las líneas aéreas, hace difícil la supervivencia de muchas agencias de viajes.
Medioambientales: Soluciones sostenibles	▪ Hay que seguir reforzando la sensibilización sobre temas medioambientales y llamar la atención sobre el impacto medioambiental del turismo. ▪ Mayor valor de los aspectos medioambientales en la comercialización turística. ▪ Preocupante y creciente separación entre turistas y habitantes locales, exacerbado por operadores multinacionales, que excluyen los servicios de turismo locales en sus "paquetes".
Sociales: Calidad, servicio y fiabilidad	▪ La base de clientes tiene cada vez más criterio. ▪ Necesidad de una formación continua del empleado que garantice al cliente un servicio eficaz en el sector de organizadores de viajes, especialmente en agencias de viajes y guías turísticos. ▪ La diversificación del mercado introduce modificaciones en la demanda que hay que saber atender. Los viajeros han reducido sus estancias medias, viajan más veces al año por motivos diversos, reduciéndose los viajes de carácter estrictamente vacacional, mientras que la cuota de viajes de trabajo permanece estable. ▪ El comportamiento de la demanda contribuye a la desestacionalización de los viajes, especialmente los vacacionales, tradicionalmente concentrados en determinadas épocas del año. Ha aumentado la prosperidad y el tiempo de ocio y la población ha envejecido, por los que los desplazamientos tienen lugar en cualquier época del año. ▪ El sector es vulnerable a la inestabilidad internacional. Si la demanda se ve afectada negativamente, tiene repercusiones en el empleo, sobre todo el de carácter no estable.
Tecnológicos: Innovación, conocimientos y comunicación	▪ Cooperación fragmentada en proyectos de TI entre los competidores o servicios regionales. ▪ No todos los operadores pueden acceder en igualdad de condiciones a las soluciones de TI. ▪ La creación de un clima de confianza y satisfacción en el cliente para provocar fidelización en el entorno web cada vez más complejo, lo que constituye un desafío continuo para las empresas operadoras. ▪ Más de dos terceras partes de las empresas de viajes no han conseguido aplicar sistemas de gestión central de reservas (CRM), a pesar de considerarlos mayoritariamente esenciales para el éxito del negocio.

Fuente: Comisión Europea, 2003.

El impacto de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación, junto con la globalización del negocio, son los retos fundamentales a los que deben enfrentarse los

intermediarios de viajes, especialmente los que tienen una dimensión más reducida. Por ello, son factores que merecen una atención destacada, sin menoscabo del resto. Las tecnologías de la información han registrado avances que permiten la flexibilidad necesaria para satisfacer las necesidades de los consumidores con precios que pueden competir con los de las vacaciones en masa, frente al modelo tradicional en que sólo podían lograrse vacaciones económicas a través de la producción masiva, la uniformidad y la rigidez de los paquetes turísticos (Poon, 2001).

La realidad tecnológica actual permite a los operadores segmentar sus mercados y ajustar la producción a las necesidades cambiantes de los clientes, aunque el grado de facilidad de conexión ofrecido por las empresas varía y el mercado no está todavía suficientemente desarrollado. Los avances tecnológicos también permiten diferenciar entre facilitar paquetes más baratos o servicios a medida (Comisión Europea, 2003). En definitiva, Internet está alterando las relaciones entre clientes y proveedores y ha tenido un enorme efecto en las preferencias del consumidor. Los viajes son abanderados de estas nuevas pautas de consumo, conformándose como el producto más solicitado de los vendidos en la red. Entre 1998 y 2002, el crecimiento de las ventas de viajes *on line* en Europa Occidental ha sido espectacular, pasando de situarse muy por debajo de los 500 millones de euros en 1998 a alcanzar los 4.000 millones de euros en 2002 ((Marcussen, 2000), citado por Comisión Europea, 2003). Contra lo que en algún momento se esperó, la red no ha eliminado al intermediario ni ha dado poder a la propiedad individual en este sector, sino más bien lo contrario, ya que se han creado intermediarios más poderosos, al menos de momento, quizás como reacción ante la intensificación de la competencia. Las pequeñas empresas pueden encontrar mayores dificultades para competir con marcas mundiales que disponen de recursos para incorporar nuevas tecnologías, enfrentándose a un escenario competitivo cada vez más complejo y excluyente para ellas. En ese sentido, Buhalis (2002) apunta que el desarrollo de plataformas de conexión múltiples (Internet, móvil, TV interactiva) incrementa las barreras de entrada vía requerimientos de estructura y financiación al sector de la tour operación.

2.4.1.2. La actuación de los tour operadores en España y su apoyo financiero al sector hostelero.

Desde su nacimiento los tour operadores se encontraron con un problema que debían contribuir a resolver: la escasez de oferta de alojamientos turísticos adaptados a las necesidades del mercado. Por ello se tomó la decisión de impulsar, mediante apoyo financiero, la creación de dichos alojamientos con empresarios promotores de los países de destino, entre los que se encontraban los españoles.

En los años sesenta y hasta la crisis de 1973, el crecimiento de la oferta alojativa fue impresionante, gracias fundamentalmente a la presión de la demanda. Surgen a partir de esa realidad los grandes tour operadores, algunos de los cuales dominan hoy la actividad alojativa en ciertos destinos.

Los operadores alemanes se incorporan más tarde que los británicos pero en los años sesenta también pasan a ocupar un lugar preponderante. En el caso español, la Orden Ministerial de 12 de abril de 1966, a pesar de la estrechez operativa que planteaba su formulación legal, permitió el surgimiento de las primeras mayoristas, aún no pudiendo efectuar venta directa al cliente final, favoreciendo en el escenario español una excesiva atomización de la oferta. Pero lo que más interesa en nuestro trabajo es la participación de éstos en el negocio hotelero y lo cierto es que se puede comprobar que buena parte de los tour operadores españoles acabaron creando su propia división hotelera o participando en el negocio hotelero de otras compañías. Por citar algunos ejemplos encontraríamos a Iberojet, integrado en el grupo Iberostar, Soltour, integrado en el grupo Piñero, Travelplan, integrado en el grupo Globalia, en el que participan empresas hoteleras, Turavia, integrado en el grupo Barceló, etc.

Según González Soria (1999), los tour operadores fueron un factor fundamental en el desarrollo de los destinos turísticos españoles actuando en dos fases muy diferenciadas, antes de la crisis de 1973 y después de la misma. En la primera fase su influencia fue decisiva. Tanto es así que no se entendería la creación de algunos destinos turísticos españoles, en los que el desarrollo de la oferta hotelera, complementaria y otros muchos servicios turísticos dependían de su actuación. Los grandes touroperadores europeos se

encontraban en una buena situación. La demanda en sus respectivos mercados crecía a un ritmo muy superior a la oferta que ellos podían contratar, al tiempo que disponían de una gran liquidez debido a los depósitos que recibían de sus clientes por ventas con mucha antelación.

Ante esta situación, los grandes operadores británicos y alemanes, principalmente, pasaron a realizar actuaciones de promoción directa de alojamientos en destinos turísticos tanto existentes como nuevos. En la selección de los destinos influiría la existencia de infraestructuras viarias y aeroportuarias, así como condiciones naturales del área y la actitud de las respectivas administraciones locales. Así, su actuación se concretó en dos tipos de acciones. Por un lado, realizaron inversiones directas en la construcción de hoteles y el desarrollo de cadenas propias o participadas, con la colaboración de socios locales. El desarrollo de Ibersotar o Riu son ejemplos de actuaciones conjuntas de un tour operador con un socio español con experiencia en el negocio hotelero. Por otro lado, los tour operadores realizaron préstamos a empresarios españoles para construcción de hoteles, convirtiéndose en la modalidad más novedosa e influyente en el desarrollo de la oferta alojativa de algunos destinos turísticos.

Las operaciones se realizaban a través de la firma de un contrato de exclusividad sobre todo o la mayor parte del contingente de camas durante un periodo aproximado de cinco o seis años. Por ello, el tour operador adelantaba una importante cantidad de dinero sobre el total de la futura facturación. La cantidad prestada se amortizaba durante el periodo de vigencia del contrato mediante deducciones de pago sobre facturación real. Se solía establecer un periodo de carencia que abarcaba la fase de construcción del establecimiento y un tiempo inicial de actividad, normalmente un año. El perfil habitual del empresario español al que el tour operador prestaba fondos era algún propietario local de terrenos en zonas de costa, normalmente sin experiencia en el negocio.

La actividad hotelera se caracteriza por la rigidez de la oferta, lo que exige la maximización del uso de la capacidad disponible de alojamiento a lo largo del año. Asimismo el sector se ve enfrentado frecuentemente a problemas de estacionalidad, por lo que la comercialización de plazas hoteleras a precios inferiores a los que garantizan la rentabilidad de la inversión es una práctica frecuente que afecta a los establecimientos

menos competitivos, aceptada simplemente por garantizarse la pervivencia en el sector en determinados momentos. Ante esta situación, el tour operador garantizaba la ocupación buena parte del tiempo y aseguraba ingresos al empresario hotelero que corría menos riesgos que enfrentándose en solitario a un mercado con múltiples incertidumbres.

A partir de 1973 y la crisis económica subsiguiente, la situación dio un giro importante y la influencia de los tour operadores en el desarrollo turístico español ha seguido siendo significativa pero con una orientación diferente, pasando de la inversión directa y el préstamo de recursos a otras alternativas más vinculadas a la comercialización. Los desarrollos inmobiliarios se han producido al margen de la intervención directa del tour operador en el proyecto, que sí ha contribuido a comercializar.

A pesar de ello, el sector hotelero español, en línea con las principales tendencias registradas en el sector hotelero mundial, empieza a ser consciente en la actualidad del hecho de que la comercialización ajena provoca asimetrías de información entre hoteles y clientes (Monfort, 1999, citado por Uriel *et al,* 2001) y que las nuevas tecnologías de la información pueden permitir un trato directo entre la empresa hotelera y sus clientes. Esta realidad es la base de una de las principales amenazas para la intermediación turística y afecta especialmente a las relaciones presentes entre los tour operadores nacionales e internacionales y las empresas hoteleras, incidiendo de manera especial en el marco de relaciones empresariales entre ambos subsectores de la actividad turística.

Por ello, no sólo el marco tradicional de relaciones existente sino la manifestación de relevantes cambios en la demanda turística en los últimos años, han motivado la formación de alianzas entre algunas de las principales empresas hoteleras españolas y grandes tour operadores internacionales y nacionales, que en más de una ocasión han estrechado relaciones llegando a constituir empresas conjuntas o abriendo el capital de unas a la participación de las otras.

Del conjunto de las empresas hoteleras líderes en España por número de plazas hoteleras ofertadas, encontramos casos destacados de presencia accionarial de tour operadores.

El caso más llamativo es el del grupo alemán TUI/Preussag (llamado TUI AG desde junio de 2002), el grupo turístico más grande del mundo, principal tour operador europeo, que cuenta con numerosos intereses en España. Se trata de un gupo industrial que ha ido concentrando progresivamente su actividad en las actividades turísticas, entre las que se encuentran tour operadores, agencias minoristas, compañías aéreas, cruceros, hoteles y tiempo compartido. La incorporación de las primeras empresas de servicios turísticos se produce en 1997 y en un periodo muy corto de tiempo pasa a liderar el sector turístico.

TUI AG cuenta con participaciones parciales o totales en cadenas hoteleras españolas entre las que destacan:

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

- Riu (50%)
- Grupotel (50%)
- Robinson Club (100%)
- Gran Resorts Hotels (50%, a través de Thomson)
- Nordotel (100%)
- Renthotel, con una participación indirecta

TUI AG cotiza en la Bolsa de Frankfurt y parece que su proceso de concentración en el negocio turístico está siendo bien acogido por los inversores, fundamentalmente internacionales. El mayor accionista individual de TUI AG es GEV Gesellschaft für Energie und Versorgungswerte mbH, subsidiaria de Westdeutsche Landesbank. Su participación alcanza prácticamente la tercera parte del capital de TUI AG. Por su parte, inversores institucionales poseen cerca de un 50% de las acciones, mientras el resto está en manos de inversores privados.

Otro caso de relación empresarial entre un tour operador europeo y hoteleras españolas sería la asociación del británico My Travel Group con la cadena española Hotetur Club, en la que participa con un 50% del capital, y con la cadena Hoteles Don Pedro y Sunwing, cuya propiedad es total en ambos casos. Su presencia en España es todavía reducida en comparación con otras compañías intermediarias europeas y está muy orientada al turismo receptivo.

My Travel Group vivió uno de los momentos más importantes de su historia cuando se materializó la compra de Airtours en 1972. En la actualidad el tour operador tiene intereses en diversas actividades turísticas (tour operador, agencias de viajes, compañías aéreas, cadenas hoteleras y ocio). En 2001 ocupaba la segunda posición en volumen de negocio entre los tour operadores europeos.

Llama la atención la composición del accionariado de My Travel Group, compañía que cotiza en Bolsa, ya que junto a la familia fundadora, hay numerosos intermediarios financieros con una destacada participación en el grupo. Algunos de ellos también han mostrado su preferencia por las actividades turísticas invirtiendo en compañías españolas del sector.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Cuadro 2.23.

Principales accionistas de My Travel Group (porcentajes)	
Crossland Family Ltd	10,15
Morgan Stanley Securities	8,52
Meditor Capital Management	4,65
Prudential Plc	3,84
Deutsche Bank AG	3,12

Fuente: My Travel Group, Informe anual 2002

Thomas Cook AG es otro ejemplo del tipo de relación que ha llegado a crearse entre un importante tour operador internacional y empresas hoteleras españolas. Thomas Cook AG surge de la unión de dos compañías turísticas que habían sido en su momento divisiones turísticas de grupos empresariales diversificados, NUR Touristic y Condor, que conjuntamente crearon en 1997 el tour operador C&N Touristic. Éste, después de comprar en 2001 al tradicional tour operador británico Thomas Cook Holdings, LTD, crea una gran firma con vocación supranacional y gran implantación en Europa, llamada Thomas Cook AG, grupo empresarial turístico puro, a diferencia de otros tour operadores, que forman parte de grupos empresariales muy diversos. En 2001 ocupaba la tercera posición entre los tour operadores europeos por volumen de negocio.

Thomas Cook AG participa en distintas actividades turísticas, entre las que se encuentra el negocio hotelero en el que es titular de participaciones en el capital de algunas cadenas españolas:

- Aldiana Fuerteventura (100%)
- Iberostar (40%)
- Creativ Hoteles (al menos el 40% en el hotel Creativ Buenaventura)
- Hoteles 10 (a través de la participación del 25% en Esmeralda 10)
- IFA Hotels

Sus intereses inversores se centran fundamentalmente en su actividad como tour operador, también agencias de viajes para facilitar la distribución de su producto creado como tour operador, así como compañías aéreas y más residualmente cadenas hoteleras. En este último caso, la transparencia en la difusión de datos es menor y no se dispone de información precisa en relación con los porcentajes de participación. Sin embargo, parece apreciarse una preferencia por la realización de inversiones compartidas o *joint ventures*.

El caso de First Choice no es uno más entre los ejemplos mencionados en los que se encuentran implicadas importantes compañías hoteleras españolas, pero merece la pena dedicarle cierta atención por lo que significa para el sector turístico español.

First Choice es un tour operador británico que surge en la década de los setenta y que adquiere su denominación actual en el decenio de los noventa. Su relación con la actividad turística española viene de la mano del grupo Barceló, por el que First Choice muestra interés a través de la adquisición de Viajes Barceló en 2000. A través de esa operación, el grupo Barceló accede a formar parte del accionariado del tour operador británico, que cotiza en la Bolsa de Londres, como accionista de referencia. Otras entidades financieras también tienen una participación destacada como se observa en el Cuadro 2.24.

Cuadro 2.24.

Principales accionistas de First Choice Holidays PLC (porcentajes)	
Barceló Corporación Empresarial, SA	21,8
Prudential Plc	10,0
Barclays Bank Plc	4,0
Morley Fund Management	3,0

Fuente: First Choice, Informe Anual 2001.

A través de la adquisición en el año 2000 de Viajes Barceló, First Choice creó una división específica concentrada en el mercado turístico español, tanto en su papel como emisor como desde su vertiente eminentemente receptora.

La menor importancia del paquete turístico, producto en el que se encuentra especializado First Choice, conduce a la necesidad de reorientar su actividad hacia la adquisición de compañías hoteleras y en el marco de esa estrategia se explica la creación de una *joint-venture* con el Grupo Barceló. La irrupción de las compañías de bajo coste lleva a un cambio estratégico. First Choice ya no sólo va a contemplar la actividad de mayorista y minorista de viajes, así como líneas aéreas y de cruceros, sino que va a entrar en el negocio hotelero de la mano de Barceló. El grupo First Choice ha accedido a una importante participación (19,37%), y por lo tanto, capacidad de influencia, en el grupo empresarial Globalia. De esta forma, accede al capital de nuevos tour operadores, de una compañía aérea, de la mayor red de distribución en España, así como a un nuevo grupo hotelero en expansión Globalia Hoteles (con presencia en Canarias y Baleares).

Lo que parece indiscutible, a la luz de los ejemplos mencionados, es la influencia que los mercados e instituciones financieras internacionales ejercen en el sector turístico español, en general, y en el hotelero, en particular.

Ante la reiterada afirmación de la falta de interés que los intermediarios financieros españoles han venido prestando al sector, cabe anteponer el atractivo que éste ha representado para los operadores turísticos internacionales, en cuyo capital participan en

numerosas ocasiones, instituciones financieras diversas. Ante el muchas veces comentado desinterés de las compañías turísticas españolas por el acceso a los mercados de valores, por acudir a buscar recursos a circuitos de financiación directa, se puede argumentar que es un hecho evidente que son muy pocas las empresas cotizadas directamente; sin embargo, los recursos financieros de carácter directo han llegado indirectamente a las empresas turísticas españolas a través de sus accionistas, que de forma parcial o total, han puesto a su disposición recursos captados por dichos accionistas a través de los mercados, al tratarse de compañías cotizadas, que también han accedido a la financiación de carácter intermediado y al apoyo accionarial de intermediarios financieros por el hecho, entre otras razones, de ser cotizadas públicamente.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

2.4.1.3. Retos que marcan el futuro de las relaciones con los tour operadores.

Los grupos hoteleros y las empresas de cierta magnitud obtienen economías de escala derivadas de una comercialización basada en las nuevas tecnologías, en reforzar elementos como la calidad del servicio y las marcas. Estos instrumentos, por el contrario, no están a disposición en el mismo grado para los negocios aislados o independientes, con tamaños bastante más reducidos, abundantes en buena parte de los destinos turísticos españoles. Por ello, este segmento de la oferta hotelera sigue siendo el más débil y expuesto a los cambios profundos que está experimentando el sector, salvo en el caso de establecimientos que atiendan un mercado local, fuertemente vinculados a dicho destino, cuya supervivencia puede quedar referenciada a elementos de prestigio social de sus instalaciones, que pueden seguir manteniendo fórmulas tradicionales de contacto con sus clientes. El resto del segmento de hoteles independientes de reducida dimensión van a verse abocados a pactos o alianzas entre ellos –asociaciones hoteleras independientes que centralizan ciertos servicios pero la propiedad de cada establecimiento mantiene el control del negocio individual- o con grandes cadenas de distribución de su producto, entre los que se encuentran los tour operadores.

También éstos se enfrentan a una progresiva concentración de su actividad. Ante este escenario sensiblemente diferente del de hace un tiempo, cabe esperar una

reconsideración de las posiciones que ocupan los principales agentes protagonistas. Prueba de ello es el comportamiento de los grandes grupos de la intermediación turística europeos que mantienen ahora una euforia inusitada de integraciones verticales e incluso de participaciones paneuropeas. Cabe esperar alguna muestra de interés por estrechar las relaciones con las hoteleras españolas que refuerce la posición dominante que han tenido en el mercado español los tour operadores británico y alemanes. Quizás, como en algunos casos se ha producido recientemente, con la adquisición de pequeñas cadenas españolas; asimismo, intentando alianzas con grandes hoteleras.

Sol Meliá y NH Hoteles, las únicas que cotizan en Bolsa de entre las hoteleras españolas, anuncian la necesidad de afrontar procesos de concentración a riesgo de quedarse pequeñas frente a las grandes compañías con una muy superior capitalización y están dando pasos en esa dirección, aún no precisando a través de qué vías. Son muchas más las que asumen la necesidad de crecer en un mercado globalizado, junto con el cuestionamiento acerca de su capacidad financiera para abordar esa expansión. Ante ello, la confianza de las grandes hoteleras españolas radica en sus bajos ratios de endeudamiento relativo en general frente a las grandes empresas mundiales del sector.

La preferencia de la demanda por los viajes autoorganizados frente a los paquetes tradicionales, la menor anticipación en la decisión de viajar, la necesidad de experiencias vacacionales más individualizadas, ..., constituyen tendencias que van a ser, cuando no están siendo ya, consideradas por las empresas turísticas, y en particular por las hoteleras y los operadores turísticos. Para las primeras como oportunidad, teniendo en cuenta las posibilidades que ofrece de conexión directa con la demanda. Para los segundos como amenaza, al no poder planificar como antaño y verse forzados a moverse en un marco de relaciones mucho más competitivo en un entorno mutante. Para todos, la cooperación y los procesos de integración empresarial pueden constituir una alternativa interesante.

En este escenario, los tour operadores también buscan alternativas de negocio alojativo más allá de la comercialización productos turísticos que incluyan plazas hoteleras. La oferta de apartamentos turísticos es ya una opción de comercialización en las ofertas de los tour operadores, logrando así abaratar o mantener los precios, ante una elevada

elasticidad-precio de la demanda en su opción vacacional en España. Por similares motivos se vislumbra el proceso de sustitución de la restauración en el paquete turístico convencional por la alternativa de la comida rápida, de acuerdo con las exigencias de la demanda, muy sensible al precio, tan estrechamente relacionada con el desarrollo turístico español (Uriel *et al*, 2001).

2.4.2. El apoyo financiero del sector inmobiliario a la hotelería española.

2.4.2.1. El ciclo inmobiliario.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Un análisis dinámico del mercado inmobiliario muestra la existencia de ciclos en el comportamiento de la actividad constructora en general. Traemos aquí un somero planteamiento de la recopilación y el análisis planteado por Taltavull (2001) sobre los ciclos de la construcción y el mercado inmobiliario, si bien dicho análisis tiene un enfoque claramente residencial mientras que nuestro ámbito de trabajado nos conduce a intentar extraer las principales derivaciones en el ámbito hotelero.

Los expertos detectan tres tipos de ciclos en la actividad constructora residencial: los ciclos de largo, corto y medio plazo.

Los ciclos de largo plazo, con una amplitud entre dieciocho y cincuenta años - que parecen acortarse en periodos temporales más cercanos a los tiempos actuales-, determinados por variables como la evolución de la población y la renta, factores muy estables en el corto plazo, razón por la cual no inciden en la evolución de otros ciclos de menor plazo. Dichos factores básicos determinan la tendencia de la demanda de edificación residencial.

Las fluctuaciones en la construcción se ven condicionadas por la edificación residencial y ésta, a su vez, por el ritmo de crecimiento de la población (Abramovitz, 1964, citado por Taltavull, 2001). La variación de la población deberá considerar tanto el crecimiento vegetativo como los procesos migratorios. La introducción de la renta como factor explicativo del ciclo a largo plazo es más polémica, aunque la mayor parte de los

trabajos contrastan la existencia de una alta correlación entre incremento de renta permanente y formación de familias independientes, ya que un incremento de la primera variable influye en la decisión de crear nuevos hogares. Los cambios de viviendas por otras mejor equipadas también es responsabilidad de la renta.

Habría otro grupo de trabajos donde se destaca la incidencia de otras variables en los ciclos a largo plazo. Dichas variables podrían ser el tipo de interés, los precios de ventas y la oferta de crédito. Sin embargo, su incidencia no parece tan clara como la de las variables población y renta.

Por su parte, existen los ciclos de corto plazo, cuya duración oscilaría entre los tres y cinco años, dependientes habitualmente de variables exógenas al sector, entre las cuales destacarían las variables financieras, como los tipos de interés y la disponibilidad de créditos, si bien la literatura no parece llegar fácilmente a acuerdos respecto a cuál de ellas transmite las fluctuaciones al sector. A la hora de analizar el impacto en el ciclo corto de las variables financieras, existen tres características comunes a los ciclos cortos (Guttentag, 1961):

- No existe una relación consistente entre los cambios en la renta y los ciclos cortos, por lo que habría independencia entre los factores que determinan ambos tipos de oscilación en el tiempo.
- Los cambios en la actividad constructora inducen cambios en los costes de construcción y no se produce al revés, como se venía considerando. Así, los costes pasan a ser un elemento secundario en la explicación del ciclo inmobiliario.
- Existe una relación sistemática y significativa entre los cambios en los rendimientos de las obligaciones financieras y los ciclos a corto plazo de la construcción total, por lo que la expansión de la actividad constructora ha estado ligada a una mayor facilidad crediticia o financiera, al menos en la dirección del movimiento cíclico.

2.4.2.1.1. Los factores financieros en los ciclos cortos.

Quizás sea este enfoque el más relevante desde la óptica del trabajo que estamos desarrollando, al vincular el comportamiento de variables del sistema financiero con la evolución del ciclo inmobiliario.

A) Teoría de los tipos de interés

Sería el argumento más extendido y vendría de la aceptación de que el mercado crediticio transmite la evolución del tipo de interés al sector de la construcción, en concreto el tipo de interés fijo pagado por los créditos hipotecarios garantizados produce oscilaciones en la construcción residencial. Cuando el tipo general aumentaba, había una mayor demanda en el mercado de la vivienda en el que se podía encontrar financiación a un tipo de interés fijo a largo plazo inferior al de equilibrio, siendo ésta la causa principal de las fluctuaciones soportadas por el sector en Estados Unidos en la década de los cincuenta.

B) Teoría de los fondos residuales

Una réplica a las tesis anteriores viene de la mano de Guttentag (1961) también para Estados Unidos pero hasta una referencia temporal más reciente, detectando la presencia de ciclos cortos que oscilan alrededor de los ciclos largos y vienen determinados fundamentalmente por el comportamiento de la oferta de fondos en el mercado hipotecario, que transmite oscilaciones a la actividad constructora cuando fluctúa.

La teoría de los fondos residuales tiene como base argumental la circunstancia de que los fondos que financian el mercado de la vivienda son residuales ya que proceden de los mismos intermediarios financieros que facilitan créditos para inversión al resto de los sectores económicos por lo que los fondos disponibles en cada momento van a financiar diferentes actividades económicas, destinando el resto, lo no utilizado por éstas, al sector de la vivienda.

A partir de esa idea, en los momentos en que la economía esté en expansión, todos los sectores demandan capitales para inversión y hacia esas actividades se dirigirán los fondos disponibles quedando una menor cantidad para financiar la construcción que, sin embargo, comenzará a disponer de oferta de crédito más amplia cuando las demás actividades demanden menos, o lo que es lo mismo, cuando se evidencien los primeros síntomas de declive en el conjuntos de los sectores económicos. En esta circunstancia, el sector vivienda recibe una mayor oferta de financiación y experimenta una evolución positiva. Existe evidencia empírica de lo expuesto en el caso del sector de la construcción en Estados Unidos.

C) Teoría de los controles exógenos del crédito

Expone que una posible causa de los ciclos en construcción residencial estriba en la existencia de controles, sobre todo de carácter oficial, impuestos sobre el crédito al sector, por lo que el capital para inversión no se dirige al sector construcción en las mismas condiciones que al resto de los sectores, imponiendo fluctuaciones de financiación que se evidencian a través de pequeños desfases temporales.

D) Teoría del efecto coste de capital.

Estudia otros factores relacionados con la oferta de crédito al sector construcción, como la rentabilidad, el papel de los mercados secundarios para generar liquidez a los títulos hipotecarios o el gasto agregado como base de transmisión de las fluctuaciones.

Siguiendo a Alberts (1962), citado por Taltavull (2001), hay dos circunstancias detrás de la base de la teoría del efecto coste de capital. En primer lugar, las fluctuaciones en el gasto agregado adelantan el cambio de posiciones de los prestamistas del mercado de bonos al de créditos hipotecarios y al revés, ya que los prestamistas consideran que la demanda de hipotecas es sustitutiva del resto de opciones inversoras gracias a la evolución de sus rentabilidades. En línea con lo expuesto, la cantidad de fondos hipotecarios demandados a diferentes tipos de interés se ha mantenido relativamente estable en periodos de expansión y de declive económico, por lo que la demanda es poco sensible a la coyuntura económica. En segundo lugar, la evolución de los fondos

hipotecarios ofertados a diferentes tipos de interés provoca oscilaciones en el output de viviendas nuevas porque la demanda de fondos hipotecarios ha sido también, además de estable, elástica. Del mismo modo el output de viviendas nuevas a distintos precios ha sido elástico.

Taltavull clarifica el proceso al apuntar que una caída en la rentabilidad de los bonos lleva a un descenso en el gasto agregado en la economía en ese ámbito, por lo que aumenta el ratio de rentabilidad de los activos hipotecarios sobre la rentabilidad de los bonos. En dichas circunstancias, los prestamistas se dirigen al mercado hipotecario abandonando el de bonos, aumentando así la oferta de fondos hipotecarios para viviendas, lo que se traduce en un mayor número de operaciones en el sector. Por lo que se refiere a la demanda de hipotecas, una caída en el gasto agregado provoca una reducción en la demanda de viviendas y por consiguiente, una menor demanda de fondos hipotecarios. La caída en la demanda será más pequeña que el incremento de la oferta de fondos hipotecarios y en ese desajuste está la base de la existencia de oscilaciones.

La duración de los ciclos de la construcción ha sido también estudiada para diversos subsectores como la edificación industrial y comercial frente a la de viviendas, dando como resultado que la actividad en construcción está más relacionada con la evolución de la demanda para utilizaciones industriales y comerciales.

Por último, algunos estudios plantean la existencia de ciclos de medio plazo, con una duración entre siete y nueve años, que se deben a la influencia de numerosas variables, entre las que prevalecería la actividad del promotor inmobiliario y sus efectos sobre el sector, al tratarse del principal agente en la toma de decisiones en la actividad constructora, sin descuidar la política pública.

Asimismo, es generalmente aceptado que el comportamiento de la oferta y de la demanda inmobiliaria genera también ciclos cortos derivados de los propios efectos de variables endógenas del mercado residencial. Por otro lado, la amplitud detectada en los ciclos varía en función de los países e incluso oscila de forma diferente en distintas ciudades. La explicación a esta situación, más allá de los problemas estadísticos, parece

residir en la identificación de los ciclos inmobiliarios como singulares y distintos entre sí, con lo que tendrían un funcionamiento propio en cada mercado, justificado por variables endógenas características de dicho mercado.

Parece existir acuerdo en que el ciclo constructor e inmobiliario se ve afectado por el ciclo económico, que se transmite entre distintos territorios a través de la evolución de las variables determinantes de la oferta y la demanda. Asimismo, el hecho de que sus bienes constituyan objeto de inversión hace que el mercado inmobiliario pueda sufrir fluctuaciones adicionales en los momentos cumbre del ciclo económico, como resultado del traslado de capitales desde el resto de sectores productivos. El propio sector experimenta en su seno cambios de ritmo en la actividad derivados tanto de desfases generados por la propia actividad como de la existencia de un mayor o menor número de vacantes, siendo los factores que transmiten sus efectos al mercado inmobiliario parecidos a los que generan el ciclo económico general, a saber, los cambios en las condiciones reales de producción y en los factores financieros, fundamentalmente.

Los ciclos económicos y los inmobiliarios están directamente relacionados, por lo que suelen comportarse de forma paralela, si bien con desfases. El tipo de relación existente entre ellos podría sintetizarse apuntando una serie de fases. En una primera etapa de recuperación económica se da un excedente de espacio libre que mantiene la recesión en el mercado inmobiliario y retrasa la recuperación. Tal y como va recuperándose la demanda la existencia de excedentes disminuye. Cuando no quede espacio disponible, se asistirá a una revitalización de la actividad constructora. En una segunda etapa, la expansión económica general provoca una escasez de espacio, por lo que precios de inmuebles y alquileres crecen. Esto impulsa nuevas obras que tardarán un tiempo en concluirse, durante el cual las tensiones en el mercado persisten. La tercera fase sería la de saturación e inicio de la debilitación de la demanda, ya que se vislumbran los primeros síntomas de una etapa recesiva en lo económico. El momento económico ya delicado coincide con la finalización de las obras iniciadas en la etapa anterior, por lo que los precios en el sector inmobiliario ya no crecen o al menos no al mismo ritmo. Puede llegarse a la sobreoferta, lo que junto a la caída de la demanda provocará una reducción en los precios.

Los promotores tratarán de anticiparse al ciclo inmobiliario para tomar decisiones, lo que provocará que su comportamiento incida en la propia evolución del ciclo. También los ciclos de demanda y oferta inmobiliaria suelen estar desfasados en el tiempo. A pesar de ello, la evidencia obtenida de algunos trabajos recientes muestra cierto consenso en cuanto a la forma del ciclo inmobiliario y lo presenta con fases de recuperación y expansión de carácter más estable que las fases de desaceleración y recesión, más rápidas y breves.

A partir del panorama presentado parece poderse concluir que la definición del ciclo inmobiliario es tremendamente compleja debido a las numerosas influencias de diferentes variables, también cíclicas, que tendrán diferente repercusión en su configuración, existiendo diferentes factores dominantes en cada momento.

Podríamos preguntarnos qué efecto ha tenido en la evolución de la actividad turística española y en qué medida se ha visto afectada en sus resultados y en su poder de atracción de apoyo financiero por el ciclo inmobiliario.

2.4.2.2. El empujón inmobiliario a la hotelería española.

Las compañías inmobiliarias también han querido unirse al tren del turismo. El mercado inmobiliario vive un buen momento. Las empresas de este sector, después de haber pasado, entre los años 1993-1997, por una de las crisis más profundas de su historia, han puesto en marcha en los últimos dos años fuertes estrategias de inversión y diversificación para diluir los riesgos inherentes a este negocio.

La vocación patrimonialista de las inmobiliarias les ha llevado no sólo a invertir en oficinas, centros comerciales y de ocio y naves industriales, sino también en hoteles y residencias para estudiantes y la tercera edad. La primera inmobiliaria del país, Vallehermoso, entró en el sector hotelero de la mano de Tryp Hoteles –hoy Sol Meliá-. Vallehermoso es propietaria de un hotel que gestiona la cadena madrileña en Málaga y de otro que desarrolló conjuntamente con Tryp en el aeropuerto de Barcelona. También cuenta con un hotel de la cadena Silken en Madrid y pone en marcha, junto a la cadena

de hoteles independientes Hotusa, el hotel del World Trade Center de Barcelona. En este último proyecto, que supone una inversión de 7.000 millones, Vallehermoso asumirá la mayoría del capital de la sociedad conjunta con Hotusa, según fuentes del sector.

La segunda inmobiliaria española, Metrovacesa, también ha entrado en el negocio hotelero, al igual que han hecho otras como Urbis o Fadesa. El financiero George Soros ha anunciado (Editur, 2002) que, de los 50.000 millones de pesetas que prevé invertir en el sector inmobiliario español, una parte irá destinada a la compra de hoteles.

El desembarco de entidades financieras y empresas de otros sectores en el negocio hotelero puede favorecer la creación de grandes grupos hoteleros españoles, ya que este sector, pese a ser el más importante de la economía española, está muy atomizado y sólo cuenta con unas cuantas compañías con gran tamaño para competir en el ámbito mundial.

Ya hemos asistido a un proceso de concentración reciente en la cabecera del grupo de cadenas hoteleras y es probable que el proceso continúe debido a la fragmentación del sector en España y al hecho de que aún hoy son mayoría los hoteles que no pertenecen a una cadena.

Cuadro 2.25.

Proyectos hoteleros en los que participan inmobiliarias españolas (2001-2003)

Inmobiliaria	Nº proyectos hoteles	Principales emplazamientos	Inversión prevista en miles de euros
Apex-2000	3	Barcelona	168.001
Fadesa	6	A Coruña, Barcelona, Fuerteventura, Isla Cristina (Huelva), Guadalmina (Málaga), Valladolid	225.001
Grubarges	2	Punta Umbría (Huelva), Ampliación del complejo Riviera Maya (México)	72.097
Grupo Reyal (*)	1	Baqueira Beret	7.200
Metrovacesa	7	Madrid, Santiago de Compostela, Almusafes (Valencia), Barcelona	96.102
Urbis	1	Tenerife	85.001
Vallehermoso	5	Barcelona, El Prat (Barcelona), Valencia, Alcobendas (Madrid), Jerez de la Frontera (Cádiz)	75.601
Total	25		729.003

(*) Propietaria de Hoteles Rafael

Fuente: Actualidad Económica (2001)

Cuadro 2.26.

Accionariado de las principales inmobiliarias españolas que participan en el sector hotelero

Inmobiliaria	Accionista de referencia	Principales Accionistas				Capital flotante
Colonial	La Caixa	La Caixa 49%				53%
Metrovacesa[6]	BBVA	BBVA 28.86%	PGGM 11.56%	ADIA 7%	Resto 52.58%	72%
Urbis	Banesto	Banesto 51.4%	Dragados 20%	Autocartera 2,5%		29%
Vallehermoso	SCH	SCH 25.52%		General Electric 3.68%		74%

Fuente: Bolsa de Madrid.

[6] En junio de 2002 la inmobiliaria Bami, en cuyo capital participan un nutrido grupo de entidades financieras, encabezadas por la Caja de Ahorros de Mediterráneo, Bancaja y Banco Popular, adquirió el 23,9% de Metrovacesa a BBVA con el desembolso de 36,55 euros por acción.

Llama poderosamente la atención la composición del accionariado de las principales empresas inmobiliarias españolas por capitalización bursátil, destacando la importante presencia de instituciones financieras en su capital. Asimismo hay que considerar que el sector inmobiliario está muy atomizado y la gran mayoría de las empresas son de dimensiones reducidas. De hecho, el líder del sector, Vallehermoso, sólo representa el 2 por ciento del total de la actividad, mientras que las cuatro compañías en las que se centra el análisis sólo computan el 5 por ciento del sector inmobiliario; así, podemos afirmar que las principales compañías, protagonistas en el apoyo al sector hostelero español, cuentan con el respaldo de una entidad de crédito, circunstancia no generalizable al conjunto del sector inmobiliario.

BIBLIOTECA VIRTUAL

La rentabilidad hotelera del mercado español es muy alta, incluso Madrid y Barcelona se sitúan entre las diez ciudades europeas más rentables si atendemos al ratio ingresos por habitación disponible, teniendo en cuenta el precio medio y la ocupación media de los hoteles existentes.

Cuadro 2.27.

Comportamiento de los hoteles de las ciudades europeas en 2000				
Ciudad	**Room yield (*) en euros**	**% Variación 00/99**	**% Ocupación**	**Precio medio por habitación en euros**
1. Londres	280	5,7	80,4	349
2. París	189	10	77,2	245
3. Amsterdam	144	23,3	82,6	175
4. Barcelona	135	16,9	82,2	164
5. Milán	131	18,3	70,2	186
6. Roma	131	10,4	74,7	175
7. Madrid	114	11,4	77,5	148
8. Estocolmo	113	10,7	71,6	158
9. Edimburgo	111	- 1,7	72,2	154
10. Varsovia	105	- 16,8	62	169

(*) Room yield: ingresos por habitación disponible

Fuente: Jones Lang LaSalle Hotels

El grado de rentabilidad de estos proyectos está atrayendo a empresas inmobiliarias al sector hotelero.

En 1999 el sector turístico español vivió momentos de gran euforia, que continuó en 2000. El éxito español como destino turístico y los altos índices de ocupación, unido a un mayor control de los gastos y al incremento de los precios, duplicaron entre 1995 y 1999 la rentabilidad de los hoteles españoles.

Según un estudio realizado por la consultora Mazars Turismo, en 1995 el beneficio bruto operativo (GOP) por habitación disponible era de 5.595 euros (930.918 pesetas). En 1999, esta cifra ascendió hasta 11.438 euros (1,9 millones de pesetas), lo que supone una subida impresionante y una rentabilidad creciente.

Durante el mismo periodo, la ocupación media por habitación se incrementó en 10,2 puntos, pasando del 65,2% en 1995 al 75,4% en 1999. Hay que tener en cuenta que en 1999 España batió todos sus récords, al registrar un aumento en el número de visitantes del 9,2%, cifra muy superior a la media mundial.

El incremento de la demanda y la escasez de plazas hoteleras se tradujo en una subida de los precios. Según el estudio realizado por Mazars, los precios medios se habían incrementado en un 47,67%, alcanzando los 81,2 euros (13.512 pesetas) por habitación. Los hoteles de lujo y de primera clase en Barcelona fueron los que más incrementaron los precios de las habitaciones en 1999, con un incremento del 24% y del 23,6%, respectivamente. En Madrid, la subida de los precios fue más moderada: del 18,5% en los hoteles de lujo y del 13% en los establecimientos de primera clase.

Junto a las entidades de crédito, se observan movimientos conducentes a reforzar la presencia de otros sectores en la actividad hotelera. Quizás los movimientos de aproximación más claros provengan de constructoras e inmobiliarias, tal y como ha sido apuntado. Casos llamativos del interés que despierta la actividad hotelera entre estos sectores han marcado la historia del turismo español. Entre los más recientes cabe destacar la creación de cadenas propias pertenecientes a constructoras, como el caso de Construcciones Ballester, que crea su cadena hotelera, SH Hoteles, y la lanza con 11

proyectos de salida. También han surgido constructoras a partir de la actividad hotelera, como es el caso de la constituida por el grupo Barceló.

El sector hotelero se ha convertido en "inversión refugio" para numerosos empresarios, lo que ha producido un exceso de la oferta de "difícil absorción" por la demanda turística existente en las grandes ciudades españolas. Barcelona, Madrid, Bilbao y Valencia, según la consultoría en Turismo, Hotelería y Ocio, Mazars, cuentan con una sobreoferta de plazas hoteleras. Los responsables de Mazars Turismo han señalado en lo que se refiere al primer semestre de 2003, que cada vez más empresarios invierten en el sector inmobiliario hotelero, "debido a que ofrece una mayor rentabilidad a medio y largo plazo que el de oficinas y despachos, también con signos de saturación". El incremento previsto en el número de habitaciones, de hasta un 40 por ciento en caso de Valencia durante 2003-2004, unido a la incertidumbre de los mercados y la coyuntura internacional, puede influir negativamente en los resultados obtenidos en 2003 por los hoteles de las cuatro ciudades analizadas. Los crecimientos de la oferta previstos durante 2003-2004 en Barcelona y Madrid son del 21 (2.000 habitaciones) y del 14 por ciento (4.000) respectivamente.

2.5. Otras alternativas financieras para el sector hostelero.

2.5.1. El capital riesgo se convierte en clave de la inversión hotelera.

Como activo inmobiliario, la hotelería se caracteriza por ofrecer mayores retornos a las inversiones materializadas en el sector a cambio de un perfil de riesgo superior. Dicha volatilidad en las rentabilidades ha convertido al sector hotelero en objetivo de inversores privados con menor aversión al riesgo en oposición a lo que sucede con los inversores en compañías cotizadas públicamente. La forma dominante de inversión en el mercado global de hoteles tiende a ser el capital riesgo (Karp, 2002).

BIBLIOTECA VIRTUAL

Los inversores institucionales y el público inversor en general están ciertamente desalentados por la naturaleza de los hoteles. Son los únicos activos híbridos de negocio y propiedad, circunstancia que incomoda a las instituciones ya que los activos turísticos no se categorizan ni como propiedad ni como negocio. Además, los hoteles son considerados al margen de las inversiones tradicionales en inmuebles, por sus diferentes fórmulas operativas como arrendamientos o contratos de gestión, lo que añade volatilidad a los rendimientos de la inversión e incrementa la percepción de riesgo.

Algunos argumentan que las inversiones hoteleras no se adaptan a los inversores institucionales que son por naturaleza aversos al riesgo y buscan perfiles de rentabilidad estables. Recientemente, no obstante, algunas operadoras de hoteles como Hilton International, intentaron superar el letargo inversor a través de la firma de acuerdos de arrendamiento, en vez del típico contrato de gestión al que recurrían habitualmente. Claramente, para restablecer la confianza en el sector y atraer nuevas fuentes de recursos, ésa parece ser la vía.

Aunque se acepte generalmente que las inversiones hoteleras generan remuneraciones más elevadas en un mercado alcista, la exposición del sector a la caída en las rentabilidades cuando el mercado es bajista, tiende a desanimar a los analistas que gestionan inversiones inmobiliarias.

Todo ello explica que el sector hotelero pueda estar dominado por capital riesgo o vehículos de inversión especializados, ya que éstos tienen un perfil inversor más oportunista en sus adquisiciones de propiedades hoteleras, apreciando más las fases buenas y siendo más comprensivos con las malas. Son inversores que se mueven más por la atracción de una oportunidad sobre una particular transacción, por el incremento del capital o por adquirir el activo trofeo (si se trata de un perfil inversor coleccionista). Orientan su criterio inversor hacia lo que consideran infravalorado o infraponderado.

En Francia, país que encabeza la relación como principal receptor de visitantes, existe una sociedad de capital riesgo especializada en el sector turístico; Avenir Tourisme. Es una experiencia original, desde su creación ha participado en 80 empresas del sector por un montante acumulado de inversiones equivalente a 33 millones de euros a 31 de diciembre de 2000. Tiene una cartera de 35 proyectos en participaciones minoritarias, repartidos entre los distintos subsectores turísticos.

Cuadro 2.28.

Distribución de las inversiones de Avenir Tourisme a 31 de diciembre de 2000		
	Número de operaciones	**En valor porcentual**
Hotelería tradicional	5	12
Hotelería económica	3	14
Hotelería "plein air"	2	5
Restauración	10	16
Turismo y transportes	3	13
Equipamientos y ocio	5	17
SPA	5	22
Otros	2	2
Total	35	100

Fuente: Mesguich, 2000

Las inversiones de capital riesgo están orientadas por razones estratégicas o para generar economías de escala para un inversor u operador particular y esas transacciones pueden desviar o sesgar la tendencia de la inversión. Sin embargo, tales inversiones se basan en una combinación de rentas y ganancias de capital que puede derivar en una operación que permita al inversor salir con éxito tres o cinco años después con una ganancia sustancial. Claramente es el *modus operandi* de un gran número de bancos de inversión y compañías hoteleras actualmente.

Cuadro 2.29.

Principales participaciones de entidades de capital riesgo en hoteleras españolas

Entidad	Hotelera	Fecha	Participación %
Dinamia (España) Nmás1 (España)	High Tech Hotels [7]	2003	30,00 30,00
Mercapital (España)	Occidental Hoteles	1996	30,63
3i (Reino Unido)	AC Hoteles	1999	11,00

Fuente: elaboración propia.

En el sector hostelero español la presencia del capital riesgo no es todavía hoy excesivamente notable, pero sí lo es el hecho de su reciente avance en lo que a participación en el capital de empresas hoteleras internacionalizadas se refiere, donde se concentra el grueso de las operaciones materializadas. Es por ello y porque es más adelante cuando tratremos las diferentes modalidades de expansión que caracterizan la actividad hotelera en la actualidad, que relegamos a otros apartados de este trabajo el análisis de la influencia del capital inversión en el desarrollo hostelero español.

No obstante, traemos a estas páginas un ejemplo innovador en el panorama turístico español y hoy por hoy todavía único. Se trata de la participación de empresas hoteleras españolas, junto a otras compañías pertenecientes a diferentes actividades económicas, a las que une su interés por el desarrollo de proyectos empresariales en América Latina, en la constitución de un fondo de capital riesgo para relanzar empresas pequeñas y medianas en varios sectores. La primera inversión se centrará en el sector turístico mexicano para posteriormente repetir la experiencia en Argentina, Brasil y Chile.

El fondo nace en 2002 y tiene un monto inicial de 15 millones de dólares, aportados por bancos de desarrollo mexicanos, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y por empresas hoteleras españolas como Sol Meliá, Iberostar, Barceló, Grupo Matutes y Piñero, así como otras empresas no turísticas y algunas personas a título individual. Con este tipo de actuaciones se evidencia el potencial de la actividad de capital riesgo en el desarrollo de proyectos turísticos en diferentes economías.

[7] La cadena hotelera High Tech, a cuyo frente se encuentran ex directivos de Tryp Hoteles, inició su andadura teniendo como socio a Palamon Capital Partners, sociedad de capital riesgo británica, que poseía un 37,5% del capital. En enero de 2003 ha cambiado de socios: Dinamia y Nmas1 Advisor. Dinamia es la única empresa española de capital riesgo que cotiza en Bolsa.

Empresas dedicadas al *private equity* en España, como Mercapital, Eurohold, 3i y Palamon, han declarado recientemente su intención de buscar proyectos atractivos en el sector turístico en España, al que tradicionalmente no habían prestado demasiada atención. Buscan empresas que no tengan problemas de sucesión, con un mercado definido y preferentemente en sectores fragmentados o atomizados. Pese a que la bolsa no es una alternativa a considerar en este momento, las entidades de capital riesgo no descartan que esta situación pueda cambiar en el futuro. Como justificación, alguna ha apuntado la situación acaecida entre 1997 y 1999 con el llamado *boom* de las "small cap" o empresas de pequeña capitalización (Eurohold, 2003, citado en laempresafamiliar.com).

BIBLIOTECA VIRTUAL

Las entidades de capital inversión en España no tienen un enfoque sectorial bien definido como en Estados Unidos, donde el mercado está mucho más desarrollado y las entidades han podido especializarse y dedicarse a un único sector.

Cuadro 2.30.

Distribución sectorial de la cartera de las entidades de capital riesgo en España

Sector	Volumen (millones de euros)			Porcentajes		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Productos de Consumo	612,9	943,3	1.070,50	23,6	25,8	25,3
Productos y Servicios Industriales	366,6	391,3	474,6	14,1	10,7	11,2
Informática	358,7	446,5	438,4	13,8	12,2	10,3
Otros Servicios	153,7	270,0	336,1	5,9	7,4	7,9
Hostelería/Ocio	231,1	277,8	320,6	8,9	7,6	7,6
Medicina/Salud	95,8	263,7	287,7	3,7	7,2	6,8
Química/Plásticos	164,9	154,9	248,8	6,3	4,2	5,9
Energía/Recursos Naturales	58,0	162,7	231,9	2,2	4,4	5,5
Otros Producción	32,0	157,2	188,0	1,2	4,3	4,4
Comunicaciones	145,5	163,0	182,9	5,6	4,5	4,3
Construcción	62,5	137,1	137,7	2,4	3,7	3,3
Otros	85,8	77,9	113,3	3,3	2,1	2,7
Transporte	45,0	65,4	65,0	1,7	1,8	1,5
Agricultura/Ganadería/Pesca	83,0	38,9	49,5	3,2	1,1	1,2
Otros Electrónica	51,5	51,0	47,9	2,0	1,4	1,1
Servicios Financieros	23,1	24,4	22,5	0,9	0,7	0,5
Biotecnología/Ingeniería Genética	7,8	7,9	16,4	0,3	0,2	0,4
Automatización Industrial	23,7	23,7	5,4	0,9	0,6	0,1
Total	**2.601,6**	**3.656,7**	**4.237,2**	**100**	**100**	**100**

Fuente: ASCRI, 2003

El Cuadro 2.30 presenta de forma ordenada bajo el criterio del volumen de la inversión realizada en 2002 el *ranking* de sectores económicos preferidos por las entidades de capital riesgo en España y permite observar que el sector *Hostelería/Ocio* ocupa una quinta posición como objetivo de las inversiones en dicho ejercicio, ubicación que se sitúa un puesto por detrás de la registrada en 2001 y 2000, si bien el volumen de recursos no ha dejado de crecer en los últimos años. Porcentualmente no alcanza el 10% del volumen global de inversión en los diferentes sectores productivos, habiendo conseguido el mejor registro en 2000, cercano al 9%, situándose de forma muy próxima al sector *Otros Servicios,* con el que ha venido intercambiando posiciones de preferencia por parte de las entidades de capital riesgo que operan en España, lejos del sector que ha venido liderando la inversión de capital riesgo en España en los últimos años, *Productos de Consumo*, que representa aproximadamente el 25% de la misma.

CAPÍTULO 3

ANÁLISIS EMPÍRICO: LA FINANCIACIÓN DE LAS MULTINACIONALES HOTELERAS ESPAÑOLAS

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.1. Objetivo.

El objetivo de este capítulo es el estudio del comportamiento financiero de las empresas líderes del sector hotelero español, todas ellas con actividad internacional, a pesar de mostrar una gran heterogeneidad como colectivo. La óptica elegida pone el acento en el análisis de la toma de decisiones de endeudamiento o capacidad de endeudarse para hacer frente a los procesos de expansión impuestos por la necesidad de competir en un mundo globalizado. Se trata de empresas que marcan pautas de comportamiento en el resto del sector, constituyendo un colectivo de referencia al que merece la pena dedicar atención, sobre todo si consideramos la escasez de estudios existentes sobre dicho grupo de empresas y mucho menos, sobre uno de los aspectos fundamentales en el ejercicio de su actividad, la financiación de la misma.

Hasta ahora, este trabajo ha repasado la incidencia de las diferentes fuentes de financiación existentes a disposición del sector turístico, en particular del sector hostelero y hotelero, y su contribución a la determinación de la estructura financiera de las empresas turísticas. El análisis que procedemos a iniciar se centra en el estudio de la financiación de un colectivo específico de empresas turísticas, las multinacionales hoteleras españolas. Observaremos la especial incidencia que en la financiación de este grupo de empresas tienen determinados intermediarios financieros, así como agentes no financieros líderes generalmente en sus sectores de actividad, que se muestran atraídos por la rentabilidad del sector hotelero, al que acompañan en su desarrollo involucrándose frecuentemente en su accionariado.

La actividad hotelera se encamina hacia una globalización de sus fuentes de financiación, fenómeno más fácilmente observable en las empresas del sector que tienen actividad internacional, demostrando con ello una mayor capacidad de competir con las grandes empresas hoteleras internacionales.

La evolución de las fuentes de financiación en el sector hotelero, en particular las vinculadas al desarrollo de las multinacionales hoteleras se convierte en un indicador del avance que vive el sector hacia alternativas de financiación más diversificadas. Mientras en Europa Occidental, las cadenas hoteleras se han involucrado mucho en su

proceso de expansión, en Estados Unidos y Asia la expansión de las hoteleras ha recaído en instituciones y mercados financieros, más activos a la hora de conquistar posiciones accionariales en el sector, mientras las propias cadenas se mostraban renuentes a invertir su propio capital en el proceso de expansión (Krause y Slattery, 1996).

Los últimos años nos ofrecen un panorama bien diferenciado del que no han permanecido al margen las cadenas hoteleras españolas. Se ha producido un incremento de las presiones competitivas en el sector, se han introducido nuevas tecnologías que dinamizan su funcionamiento y se han reducido los costes de transporte, como consecuencia fundamental del marco liberalizador de los servicios internacionales avalado por muchos países individualmente e impulsado por el acuerdo GATS en el seno de la Organización Mundial de Comercio. También tiene especial incidencia la liberalización de los movimientos de capital y la expansión de los operadores hoteleros por el mundo, acompañados de nuevos inversores, que han contribuido a la modificación del escenario en el que opera el sector hotelero, incrementando sus posibilidades de desarrollo e intensificando la competencia por captar capital y acelerar la expansión a escala internacional.

El nuevo marco de globalización de la competencia por captar fondos tiene incidencia especial en la actividad hotelera, precipitando al conjunto de las empresas del sector a participar de las nuevas tendencias, representadas hoy por un relativamente reducido elenco de cadenas hoteleras, las que ya operan en diferentes países y que son en su mayoría grupos de empresas con actividad multinacional. A ellas dedicamos este capítulo.

3.1.1. La empresa multinacional.

La dimensión internacional de la empresa se manifiesta en la economía real y en la economía financiera a través de los modos y formas contractuales elegidas para relacionarse con el exterior (Durán, 1999). El modo elegido por la empresa para su expansión internacional puede ser de carácter comercial –exportaciones e

importaciones-, puede ser la multinacionalización –la realización de inversiones directas en el exterior- o bien puede ser a través de la cooperación o la materialización de alianzas estratégicas internacionales, con escasa o ninguna inversión. Por tanto una empresa se hace multinacional o transnacional cuando realiza individualmente o en compañía de otras, inversiones directas en el exterior.

En la literatura económica, se ha intentado explicar los motivos de la internacionalización de la empresa de acuerdo con diversas argumentaciones. Mencionamos aquí de un modo somero las consideradas más relevantes (Durán y Lamothe, 1985)[1]:

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

- Teoría de la intuición de Aharoni (1966)
- Teoría del ciclo de vida del producto en el comercio internacional
- Teoría de la ventaja monopolista
- Teoría de la interiorización de mercados
    - El enfoque ecléctico de Dunning (1981)
    - La aportación de Giddy y Young al enfoque ecléctico (1982)

3.1.1.1. Teoría de la intuición.

Propuesta por Aharoni en 1966, plantea la existencia de una serie de etapas en la entrada a mercados extranjeros por las que ha de pasar una empresa:

a) Cesión de licencias
b) Exportación
c) Establecimiento de almacenes y puntos de venta locales (filiales comerciales)
d) Ensamblaje y embalaje
e) Formación de una *joint venture*, compartiendo el riesgo de la creación de una nueva sociedad con otro u otros socios
f) Inversión en plantas productivas en el extranjero

[1] Aunque los trabajos citados versan sobre las multinacionales industriales, fundamentalmente, suponen un marco de referencia esencial en este estudio.

Aharoni piensa en la inversión en el exterior como un proceso arriesgado, por lo que las empresas prefieren iniciar sus relaciones con el exterior afrontando las dos primeras etapas. Si el mercado que está importando los productos o servicios de la empresa logra expandirse, entonces se da paso a la etapa c). Sin embargo, para pasar a las siguientes etapas, Aharoni plantea la existencia de unos factores de dos tipos y unas fuerzas auxiliares que llevan a la empresa a afrontar la inversión directa en el exterior: son los factores internos, los factores externos y las llamadas fuerzas auxiliares.

Los factores internos parten del interés individual que muestre uno o varios directivos de la empresa, como podría ser el conocimiento de un territorio por parte de un directivo y la confianza en las oportunidades que pueda ofrecer a una empresa, o la propia vocación internacional de los directivos.

Los factores externos son exógenos a la empresa y pueden ser circunstancias detectadas en el exterior de la empresa como el temor a perder un mercado, o el efecto de unirse al líder, o la creencia general de la "necesidad ineludible" de estar en un mercado, la fuerte competencia en el mercado en el que opera la empresa puede forzarla a buscar mercados alternativos, una propuesta de un gobierno extranjero o de algún agente cuya opinión resulta difícil de ignorar.

En cada particular inversión puede haber factores internos y externos cuya combinación lleve a plantearse la inversión exterior. Por su parte, las fuerzas auxiliares son causadas por las posibles ventajas adicionales que puede reportar una inversión en el exterior.

Con todo este conjunto de factores de origen intuitivo y las fuerzas auxiliares, la empresa se va comprometiendo con el proyecto de una manera progresiva. Los estudios realizados y el esfuerzo invertido en ellos, los tiempos de trabajo dedicado por los directivos, acaban desembocando en la materialización de la inversión buena parte de las veces sobre la base de una intuición. Parece que difícilmente podría explicarse el proceso de internacionalización de las empresas en general a partir de esta teoría, aunque haya podido contribuir a esclarecer los aspectos psicológicos y de toma de decisiones del fenómeno multinacional.

3.1.1.2. Teoría del ciclo de vida del producto en el comercio internacional.

El modelo ha sido formulado en primera instancia por Vernon (1966) y otros investigadores vinculados con la Harvard Business School[2]. Según los autores, los productos que incorporan un cierto nivel de investigación y desarrollo (I+D) siguen un ciclo de vida en el comercio internacional, vinculado con la vida cíclica de dichos productos en el ámbito nacional, que pasa por las siguientes etapas:

1.- Exportación
2.- Comienzo de la producción en el exterior
3.- Producción en el extranjero competitiva en terceros países
4.- Importación del producto al país de origen

La Economía de la Empresa nos propone que los productos tienen un ciclo de vida en el que es posible distinguir cuatro fases. La primera, la fase de introducción del producto, se corresponde con el tiempo en que dicho producto tiene características innovadoras y es producido por un limitado número de empresas. La demanda del bien innovador es inicialmente escasa y también los beneficios que genera para el productor. La segunda fase es denominada de rápido crecimiento y se caracteriza por la aparición del mercado de masas, que permite un incremento de los beneficios para los productores del bien. La tercera fase, la de madurez o estancamiento, identifica el periodo en que el producto ha sido adquirido por un buen número de consumidores potenciales. Esta fase tercera, como ya puede haber sucedido en la segunda, se suele desarrollar en un marco de intensa competencia, que tiene su reflejo en la caída de los márgenes empresariales. Por último, en la cuarta fase, de saturación, los productores tienden a abandonar la producción del bien, o bien intentan mantener el dinamismo en la demanda fomentando la creación de reposiciones, realizando modificaciones al producto, ... (Durán, 1977).

Si relacionamos el ciclo de vida del producto en un mercado con el ciclo de vida del mismo en el comercio internacional, la fase de exportación suele iniciarse en la fase de rápido crecimiento. El inicio de la producción en el exterior del bien, así como su

[2] Wells (1972) realiza una selección de artículos sobre este modelo en *The Product Life Cycle and International Trade*.

producción en el exterior en condiciones muy competitivas, fases 2 y 3 expuestas, coincidirían con el periodo de madurez del producto. Por su parte, la última fase en el comercio internacional o la importación del producto al país de origen coincidiría con la última fase, la de saturación.

Una empresa que ha introducido un producto innovador se ve impulsada a invertir en el exterior, según Vernon (1966) cuando la demanda de su producto va creciendo en el exterior y por ello empieza a producir en el mercado foráneo para satisfacer una demanda creciente, sobre todo si se dan ventajas de costes con el establecimiento de la producción en el país inicialmente importador. La decisión de invertir en el exterior puede quedar más motivada si se producen "amenazas" del entorno como pueden ser la existencia de empresas de los países importadores interesadas en fabricar y comercializar el producto o bien si existe un marco de proteccionismo generado por las autoridades del país importador. Asimismo sería una "amenaza" del entorno el hecho de que la empresa productora opere en un mercado oligopolístico fuertemente competitivo.

Si las empresas localizadas en el exterior, con ventajas de costes, consiguen alcanzar la fase de producción en masa, pueden exportar a unos precios competitivos al país inicialmente exportador. Los autores aducen la aplicabilidad de este modelo a la situación de muchas empresas norteamericanas en su estrategia de introducción de productos nuevos, generalmente de consumo duradero, en los países desarrollados en primer lugar para conquistar posteriormente los menos desarrollados.

A pesar de las críticas recibidas[3], el modelo permite explicar el comportamiento de algunas multinacionales especialmente la determinación del momento, la forma y el lugar para el lanzamiento de nuevos productos y las estrategias para maximizar el beneficio en cada etapa.

[3] Madeuf (1979) apunta que el modelo planteado no permite explicar inversiones en países de similar grado de desarrollo o inversiones que van desde el país menos desarrollado hacia el más desarrollado, así como las inversiones en otro país para producir exclusivamente para exportación. Asimismo, Giddy (1978) explica que algunas multinacionales introducen simultáneamente un producto nuevo en muchos países, incluido el de la matriz. (Durán y Lamothe, 1985).

3.1.1.3. Teoría de la ventaja monopolista.

Se trata de una argumentación desarrollada por Hymer (1960), que fue ampliada posteriormente por Kindleberger (1969). En esencia, la teoría de la ventaja monopolista propone que la inversión directa en el exterior es debida a las imperfecciones del mercado.

El punto de partida es la situación por la cual, en ausencia de ventajas especiales, las filiales de empresas extranjeras operarían con unos costes superiores a los de las empresas locales en cualquier país, debido fundamentalmente a los peores conocimientos que tendrían del mercado en el que querrían operar, así como las dificultades de adaptación a los clientes locales, con la consiguiente implicación en costes de control más complejos para la matriz. La ausencia de ventajas especiales requiere la existencia de un mercado de competencia perfecta. Si la realidad nos ofrece casos de multinacionales que por su condición de tales, realizan inversiones en el exterior es porque las condiciones del mercado perfecto no se cumplen. La condición básica que no se cumple en la realidad sería el principio de que las empresas de un país no tienen ventajas especiales que les permitan operar con filiales en otro país con una mayor rentabilidad que las empresas locales (Ragazzi, 1979), por lo que para Hymer (1960) y Kindleberger (1969), las empresas que crean filiales en el exterior tiene ventajas especiales sobre las empresas locales de los países en los que se instalan. Dichas ventajas son de dos tipos: ventajas derivadas de conocimientos superiores y ventajas procedentes de economías de escala.

Entre las ventajas de conocimientos superiores puede existir una determinada tecnología de producción, *know how* gerencial y organizativo de la empresa, así como la forma de acceso a los mercados de factores. Dichas ventajas se caracterizan por ser "bien público", entendiendo por tal el hecho de que una vez obtenidas, su explotación en el exterior no supone ningún coste adicional a la empresa[4].

[4] Ragazzi (1979) apuntaba que se trataría al menos de un coste menor que el supondría desarrollar un conocimiento similar para la empresa local.

Por su parte, las ventajas de economías de escala pueden ser debidas a causas internas o externas. Como causas internas cabe plantear la integración internacional de la producción, que permite a las multinacionales conseguir costes más reducidos que sus competidores. Como causas externas podemos incluir los fenómenos de integración vertical, que supone para la filial contar con el respaldo de otras unidades económicas disminuyendo riesgos.

3.1.1.4. Teoría de la interiorización de mercados (el enfoque ecléctico).

El enfoque de la interiorización de mercados se lo debemos a Hymer (1979) y a algunos seguidores. También podría apuntarse un artículo de Coase (1937) en la misma dirección. Su formalización posterior se encuentra en los trabajos de Caves (1971, 1974), Buckley y Casson (1976), así como Rugman (1980, 1981).

La internalización se definiría como un proceso de desarrollo de un mercado de bienes intermedios dentro de una empresa. Dicha situación surge cuando los mercados externos son imperfectos. A mayor imperfección, mayores costes de transacción se registrarán en los mismos, por tanto la empresa que opera en mercados imperfectos tratará de internalizar dichos mercados. También actuará así ante la inexistencia de mercados externos.

Giddy (1978) expone las siguientes causas para que se produzca el proceso de interiorización de mercados:

1) Concentración o distancia geográfica de los mercados de materias primas, lo que implica costes y riesgos para la empresa.
2) Mercados imperfectos para algunos de los recursos de la empresa, como el *know how* gerencial y organizativo o una marca, inseparables de la propia empresa.
3) Mercados imperfectos para los productos de la empresa por la existencia de un poder monopolista sobre la distribución en el extranjero, especialmente en pequeños países.

4) Barreras de entrada impuestas por el gobierno de un país, que hacen imperfectos los mercados de productos o recursos en el mismo.
5) Mercados para los intangibles de naturaleza de "bien público", lo que hace que, una vez vendidos, los intangibles son libres y accesibles a todos los agentes, por lo que no pueden producir más ingresos.

Sin embargo, al internalizar mercados, se crean unos costes para la empresa multinacional que proceden del control que tiene que realizar sobre sus actividades internacionales. Durán y Lamothe (1985) apuntan como principales los siguientes:

1) Costes adicionales de comunicación, de mayor o menor envergadura en función de la distancia geográfica, así como cultural del destino de las filiales.
2) Costes derivados de la incertidumbre y consiguiente adaptación al destino, al tratarse de áreas poco conocidas. La empresa deberá afrontar procesos de adaptación o aprendizaje.
3) Costes derivados del clima social del país receptor si existe cierta aversión a las empresas de propiedad extranjera.
4) Costes producidos por la administración del mercado interno.

Así, una empresa que se plantee un proceso de internacionalización deberá analizar los costes y beneficios de dicho proceso valorando las distintas alternativas a través de las cuales pueda realizar actividades en el exterior. Desde el establecimiento de filiales a las forma más sencillas como pueden ser la exportación o la cesión de patentes.

A diferencia del enfoque anterior, el de la ventaja monopolística, la teoría de la interiorización de mercados tratará de analizar cómo utilizan las empresas sus ventajas monopolistas

Rugman (1981), en una argumentación más formalizada, plantea que una empresa que desarrolle actividad internacional puede aprovechar sus ventajas monopolísticas en a través de tres alternativas: Exportación, inversión directa exterior o cesión de patentes y/o derechos de fabricación. Los costes de las diferentes alternativas se expresarían de la siguiente forma:

C = Coste total de producir los bienes en el país de origen.

C* = Coste total de producir los bienes en un determinado país extranjero.

M* = Costes de exportar, incluyendo fletes, seguros y aranceles.

A* = Costes adicionales de las empresas extranjeras para poder operar en el país de destino.

D* = Coste de pérdida de las ventajas monopolísticas de la empresa, asociados a la cesión de patentes o derechos de fabricación.

Si suponemos que las tres alternativas de actividad internacional generan los mismos ingresos, la empresa invertirá en el exterior cuando se dé la siguiente situación:

$C^* + A^* < C + M^*$ y $C^* + A^* < D^*$

Por su parte, la empresa optará por exportar cuando:

$C + M^* < C^* + A^*$ y $C + M^* < D^*$

O bien cederá o venderá patentes y/o derechos de fabricación cuando:

$D^* < C + M^*$ y $D^* < C^* + A^*$

Todo ello permite afirmar que la teoría de la internalización de mercados explica adecuadamente algunas experiencias de internacionalización de las empresas así como algunas transacciones internacionales. Sin embargo, algunos autores como Giddy y Young (1982) plantean algunas deficiencias de esta teoría en su explicación de algunos procesos de inversión directa en el exterior. No explicaría bien las inversiones en el exterior procedentes de países menos desarrollados. Tampoco la realidad de empresas pequeñas y medianas que invierten en el exterior ni el hecho de que las inversiones en el exterior sean realizadas a veces por empresas que pertenecen al grupo de las de contenido tecnológico medio y bajo, a priori con muchas dificultades para internalizar mercados.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.1.1.4.1. El enfoque ecléctico.

El enfoque ecléctico se deriva de la teoría de internalización de mercados y su introducción corresponde a Dunning (1977, 1981, 1988a, 1988b, 1993 y 1998), que sistematiza las principales aportaciones en torno a dicha teoría, incorporando argumentos que permiten esclarecer las razones de la elección de un determinado país como destino de una inversión. Así, para que una empresa invierta en el exterior el autor apunta la necesidad de que se cumplan tres hipótesis:

1) La empresa tiene ventajas netas en propiedad frente a empresas de otros países a la hora de abastecer determinados mercados. Normalmente las ventajas suelen estar relacionadas con la posesión de activos intangibles que, al menos durante un periodo de tiempo, son exclusivos o específicos de la empresa que los posee.
2) Si se cumple la primera hipótesis, debe ser más beneficioso para la empresa mantener la posesión de esas ventajas frente a la alternativa de venderla o alquilarla a compañías extranjeras. Por ello, resultaría más beneficioso internalizar las ventajas a través de diversificación internacional que externalizarlas a través de licencias o contratos de similar índole con otras empresas.
3) Si se asumen las dos hipótesis anteriores, es más ventajoso para la empresa combinar sus ventajas con algún factor disponible fuera de su país. Si no se da esa combinación, los mercados exteriores se abastecerían a través de exportaciones y los mercados domésticos con productos elaborados en el propio país.

Por lo que la inversión directa en el exterior será dependiente de un conjunto de circunstancias:

1. Países de origen: serán origen de las inversiones en el exterior aquellos países que cuenten con alguna ventaja competitiva con respecto a las de otros países de tal magnitud que permitan a las empresas abastecer mercados mundiales en situación de monopolio u oligopolio.

2. Actividades: Las que ofrezcan mayores oportunidades para internalizar mercados.
3. Países de destino: serán receptores de inversiones extranjeras os países que ofrezcan factores de producción con calidad y precios atractivos para las empresas foráneas.

A partir de este planteamiento, los flujos de comercio se corresponderán con dos tipologías:

1. Derivados de la inversión directa exterior y que se justifican por el cumplimiento de las tres hipótesis planteadas por Dunning.
2. Flujos independientes de la inversión directa exterior que se dan entre mercados con elevado grado de competencia, en actividades con dificultad para ser internalizadas o que adoptan la forma de comercio de Estado.

3.1.1.4.2. La aportación de Giddy y Young al enfoque ecléctico.

Consiste fundamentalmente en el intento de explicar de acuerdo con las tesis de Dunning (1977, 1981, 1988a, 1988b, 1993 y 1998), las causas de la inversión directa en el exterior de empresas de un determinado perfil. Se trata de empresas que reúnen ciertas características como su procedencia de países subdesarrollados o en vías de desarrollo, tamaño pequeño o mediano y nivel de tecnología bajo.

En relación con el cumplimiento por parte de estas empresas de las hipótesis planteadas por Dunning (1977, 1981, 1988a, 1988b, 1993 y 1998), hay que señalar que las ventajas de propiedad las poseen bajo la modalidad de un determinado estilo directivo o flexibilidad en los procesos productivos. En cuanto a la posibilidad de internalizar mercados cabe suponer que existe pero puede parecer menos rentable esta modalidad de internacionalización que fórmulas menos comprometidas como la exportación. Por tanto, para la diversificación internacional vía inversión directa en el exterior, el factor más influyente proviene de las ventajas locacionales, principalmente las siguientes:

1. Posibilidad de constituir *joint ventures* con socios locales.
2. Inversión directa en países donde los principales competidores son firmas del país de origen de la empresa inversora, lo que implica conocimiento y familiarización con el tipo de competencia al que la empresa se va a enfrentar.
3. Inversión directa en mercados que están asegurados, como sería la entrada en un país como subcontratista de una gran empresa que opera en él.
4. Inversión directa en países con facilidades de algún tipo (fiscal, financiero, etc) para el inversor extranjero.
5. Inversión directa en países con estrechos lazos idiomáticos o culturales con el país de origen del inversor, así como inversiones en países vecinos para reducir costes de distancia.
6. Inversión directa en países donde la competencia de las empresas domésticas sea débil, lo que generalmente es identificable con niveles de desarrollo inferiores al país de origen.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Por todo ello, la inversión directa en el exterior depende de tres factores. El primero de ellos sería la existencia de ventajas monopolísticas por parte de las empresas inversoras potenciales. El segundo vendría de la mano de las ventajas de internalizar mercados. El tercero, por último, sería la existencia de ventajas ofrecidas por los países a los que se dirige la inversión. Mientras los dos primeros factores explicarían mejor la inversión exterior de las grandes multinacionales, el tercer factor permitiría comprender las razones de las inversiones en el exterior de las pequeñas y medianas empresas, con diferentes niveles tecnológicos.

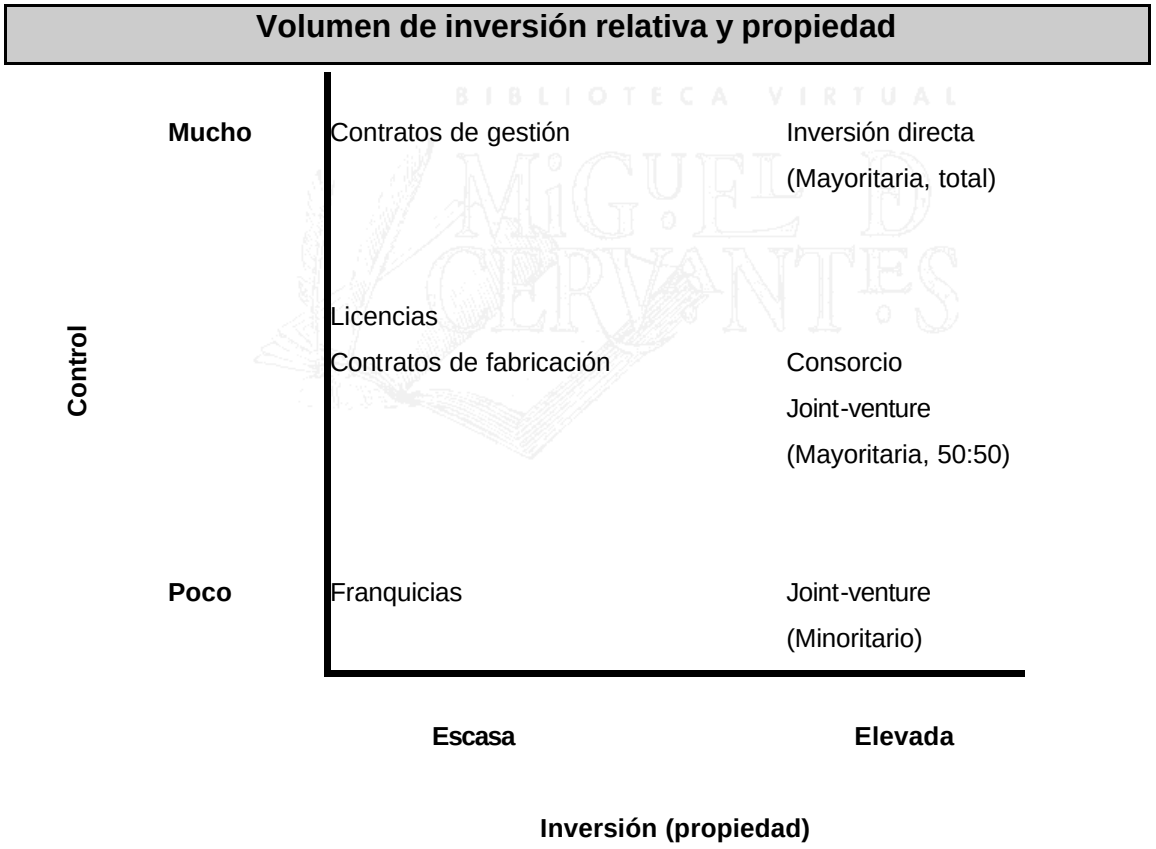
3.1.1.4.3. Otras aportaciones en el marco del enfoque ecléctico.

El análisis de las formas de entrada en países extranjeros ha ido evolucionando a los largo del tiempo. En el caso del sector que nos ocupa, el sector hotelero, se ha incorporado a esta panorámica con fuerza, el estudio de alternativas de internacionalización como la utilización de contratos de licencias en comparación con la utilización de *joint ventures* o mediante fusión de empresas (Buckley y Casson, 1996), o bien considerando otras posibilidades que incluyen las alianzas estratégicas en forma de

contratos de gestión o franquicias (Contractor y Kundu, 1998a y 1998b). Estas opciones están asociadas a la estrategia de dónde competir o dónde colaborar (Durán, 1999).

La Figura 3.1 combina el volumen de inversión relativa y propiedad de la modalidad de internacionalización elegida con el grado de control de las decisiones, apareciendo reflejadas las figuras más relevantes (Durán, 1999).

Figura 3.1.



Fuente: Durán, 1999.

3.1.1.5. El enfoque ecléctico y el comportamiento internacional del sector hotelero.

En ocasiones se ha venido argumentando que el paradigma ecléctico de Dunning no permitía explicar determinadas fórmulas de internacionalización como *joint ventures* y fusiones y adquisiciones, fórmulas de expansión habitualmente utilizadas en el sector hotelero. El propio Dunning (1995, 1998) revisa su teoría ecléctica y la adapta a los efectos que sobre ella puedan tener este tipo de alianzas empresariales aparecen al calor de la innovación y de la necesidad de mayos cooperación entre los diferentes agentes económicos. Así, plantea nuevas reflexiones del paradigma para un marco más dinámico.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Sin embargo, la teoría ecléctica parece haber demostrado su idoneidad para explicar la internacionalización de las actividades de servicios en general y del sector hotelero, en particular.

El primer estudio que analiza el proceso de internacionalización del sector hotelero corresponde a Dunning y McQueen (1981a) por encargo de Naciones Unidas. El marco de referencia es la teoría ecléctica que se perfila como válida para la explicación de dicho proceso. En sus conclusiones destaca el papel de las marcas y los sistemas de reserva como ventajas de propiedad. Como ventajas de localización, las dificultades del sector para exportar, fuerzan a recurrir a otras formas para el abastecimiento de mercados foráneos. Por su naturaleza el sector no exige una política central de reparto de mercado a los hoteles afiliados para maximizar el beneficio global de la multinacional, ni necesita una intensa especialización productiva. También destaca entre las explicaciones proporcionadas, cuestiones relativas a la facilidad para transferir conocimientos o para mantenerlo en los trabajadores de la multinacional.

Cuadro 3.1.

Paradigma ecléctico de la producción internacional

Ventajas de propiedad

A) TAMAÑO
- A.1.) Obtención de factores de producción más baratos o acceso exclusivo a esos factores
- A.2.) Mejor acceso a los mercados de producto final
- A.3.) Diversificación de productos o procesos
- A.4.) Economías de escala, en el marco del establecimiento y de la empresa

B) ACTIVOS INTANGIBLES
- B.1.) Conocimientos empresariales, tecnologías, marcas, gestión de productos, comercialización, I+D, capital humano

C) GOBIERNO
- C.1.) Políticas que favorezcan a las empresas domésticas

Ventajas de internalización

D) FALLOS DE MERCADOS EN LOS MERCADOS DE PRODUCTOS FINALES
- D.1.) Reducción de los costes asociados con las transacciones de mercado
- D.2.) compensación de la ausencia de mercados a futuros

E) FALLOS DE MERCADOS EN LOS MERCADOS DE FACTORES DE PRODUCCIÓN
- E.1.) Eliminación de los costes de defensa de los derechos de propiedad
- E.2.) Incertidumbre en el comprador sobre la naturaleza y el valor de los inputs
- E.3.) control de los suministros y las condiciones de venta de los factores de producción

F) SITUACIONES DE MONOPOLIO
- F.1.) Donde el mercado no permite la discriminación de precios
- F.2.) Control de la distribución
- F.3.) Prácticas monopolísticas como los subsidios cruzados o precios predatorios (temporalmente bajos para arruinar al competidor)

G) DIFERENCIACIÓN DEL PRODUCTO
- G.1.) Necesidad del vendedor de proteger la calidad del producto

H) GOBIERNO
- H.1.) Evitar o explotar la intervención pública (contingentes, aranceles, impuestos o precios de transferencia)

Ventajas de localización

I) FACTORES DE PRODUCCIÓN
- I.1.) Distribución espacial de inputs y mercados
- I.2.) Precios de los factores, calidad y productividad

J) ECONOMÍAS DE ESCALA
- J.1.) Grado en el que las economías de escala a nivel de establecimiento justifican la centralización de la producción

K) GOBIERNO
- K.1.) Control de importaciones (aranceles, ...), tipos impositivos, incentivos, clima inversor y estabilidad política

L) OTRAS
- L.1.) Costes de transporte y comunicaciones
- L.2.) Infraestructura (comercial, legal y de transporte)
- L.3.) distancia psíquica (idioma, cultura, costumbres empresariales)

Fuente: Greenaway (1993), Dunning (1988) (Extraído de Muñoz Guarasa (1999) y reproducido por Ramón (2002b))

Con posterioridad otros autores han profundizado en el proceso de internacionalización de las actividades hoteleras. Quizás el caso más destacado es el de Kundu (1994), que analiza los determinantes de la globalización en las multinacionales hoteleras, sin

apartarse en lo esencial del paradigma ecléctico. A partir de su estudio, el tamaño de la empresa, su experiencia internacional, imagen de marca, programas de formación, acceso a sistemas de reserva, conocimiento de los perfiles de la clientela, son los activos a considerar como ventajas de propiedad. Entre las ventajas de localización, conviene tener en cuenta el tamaño y la capacidad de crecer de la economía del país receptor, de los lugares concretos de destino y las oportunidades ofrecidas al turismo. Entre los factores de internacionalización, destacarían el aseguramiento de unos adecuados controles de calidad, experiencia en negocios internacionales y la posibilidad de coordinar las capacidades de la matriz. A juicio de Ramón (2002a; 2002b y 2002c), el análisis realizado para explicar los determinantes de la internacionalización del sector hotelero español, prueba que determinados aspectos del trabajo de Kundu no se cumplen en este caso.

Cuadro 3.2.

Las ventajas de propiedad, localización e internalización para las multinacionales del sector hotelero español	
Ventajas de propiedad	Experiencia en los países de origen en abastecer al segmento de turismo vacacional organizado, su relación con los principales operadores turísticos, economías de especialización, acceso a inputs y economías de escala.
Ventajas de localización	Para ubicarse en el extranjero requieren que el país presente oportunidades para el desarrollo turístico, infraestructuras y estabilidad política y social. En los países en desarrollo se valora un tratamiento fiscal favorable y el coste y la calidad de los inputs.
Ventajas de internalización	Las inversiones hoteleras son intensivas en capital por lo que se valoran las ventajas de los contratos de gestión donde la multinacional se asegura el control de calidad. Internalizando se consiguen eliminar los costes de la protección de sus ventajas de propiedad. Ante la expansión por medio de franquicia y la consiguiente incertidumbre acerca del comportamiento del socio, no existen mecanismos de codificación y control de calidad de su *know how*.

Fuente: Ramón (2002b).

Según Contractor y Kundu (2000), una de las características que diferencia al sector hotelero de otras actividades de servicios es su temprana internacionalización. Ya en épocas previas a la Segunda Guerra Mundial había algunos grupos hoteleros que desarrollaban su actividad fuera de las fronteras de su país de origen. Es Estados Unidos el país del que proceden las primeras compañías hoteleras internacionalizadas que, impulsadas por compañías aéreas y con una marca de prestigio detrás de la cual se

encuentra una familia o un grupo empresarial personalizado como Ritz, deciden instalarse en otros países para atraer al mismo tipo de viajero al que atienden en los mercados de origen. Se trata generalmente de clientes corporativos, lo que lleva a las principales cadenas a establecerse en lugares importantes en las principales ciudades, procediendo a una diversificación posterior en destinos de ocio, para más tarde dirigirse también a centros de negocios de carácter secundario.

Por otro lado, el desarrollo del turismo de masas conlleva la aparición de establecimientos hoteleros en destinos diferentes y cuyas características difieren de las de los establecimientos operados por las principales cadenas internacionales. Dicho fenómeno, controlado fundamentalmente por operadores turísticos, sitúa en la escena de la hotelería a empresarios e inversores locales de escasa experiencia que atiende a un cliente de diferente perfil generalmente a través del paquete turístico. También en este ámbito, hemos asistido a un proceso de crecimiento y consolidación en el que España juega un destacado papel en la hotelería internacional.

La evolución de las cadenas hoteleras españolas es un ejemplo de especialización hotelera desarrollada a partir del fenómeno del turismo de masas que caracteriza la segunda mitad del siglo XX. El crecimiento de su actividad se ha producido en un marco competitivo bien diferenciado del que ha caracterizado la expansión de las grandes cadenas internacionales. La hotelería española ha encontrado apoyos fundamentales, entre los que se incluyen los financieros, en grupos empresariales europeos que organizan los flujos turísticos hacia los destinos en los que operan las cadenas españolas. El *know how* español ha podido exportarse hacia otros territorios, en momentos iniciales hacia el Caribe y el Norte de África y posteriormente a América del Sur, Estados Unidos y Europa.

Hoy, las principales cadenas hoteleras del mundo desarrollan algún tipo de actividad internacional pero existe una clara propensión a expandirse sin necesidad de adquirir compromisos accionariales, por lo que internacionalización en el sector hotelero viene a identificar cualquier tipo de deslocalización productiva de la actividad, que implique alguna transacción por parte de la empresa hotelera fuera de las fronteras de su país de origen que permita cierto control sobre el uso de los activos.

3.2. Rasgos de las empresas hoteleras españolas con implantación internacional.

El panorama español en lo que a la existencia de empresas multinacionales de capital español se refiere se caracteriza por la escasez de las mismas en todos los sectores económicos. La hotelería no es una excepción, a pesar de poder ser considerada como uno de los sectores destacados en el proceso de internacionalización de la empresa española. Las empresas españolas en una economía global han debido competir con las de capital extranjero en el mercado nacional y también en los mercados exteriores. Si bien es cierto que el sector más significativo en volumen de inversión internacional es el sector servicios, dentro del mismo las actividades turísticas, en concreto las hosteleras, no ocupan las primeras posiciones, que corresponden a la actividad financiera, los transportes y las comunicaciones, situándose la hostelería a cierta distancia de las mismas. Buena parte de las actividades exteriores de las empresas de servicios internacionalizadas se sitúa en América Latina, utilizándose en algunos casos vías indirectas para su radicación, como el establecimiento de sociedades *holding* en países caracterizados por su destacado papel en la intermediación de capitales como Holanda y algunos paraísos fiscales (Costa, 2001). Podemos comprobar que dicha posibilidad también ha sido utilizada por algunas empresas hoteleras en su expansión internacional.

España cuenta con una acentuada presencia de capitales extranjeros en sus empresas. Las empresas españolas están reaccionando con una creciente presencia económica y productiva en los mercados exteriores, si bien éste es un proceso relativamente reciente.

El caso del sector hotelero responde parcialmente a este perfil general de la empresa española. Parece cierta la influencia de empresas extranjeras en el avance del sector turístico español pero no necesariamente a través de participaciones destacadas de capitales extranjeros en el accionariado de las empresas españolas del sector hotelero, aunque su existencia es indiscutible.

Es una evidencia (Myro y Gandoy, 2001) que han sido los sectores manufactureros de tipo intermedio y alto, de acuerdo con su caracterización tecnológica, los más intensamente penetrados por capital extranjero. No ocurre lo mismo con los servicios, donde el control externo es relativamente bajo (Costa, 2001). La misma autora apunta

que desde la perspectiva del tamaño, también los resultados son contundentes para la economía española y señalan que el 40% de las grandes empresas españolas tiene más de la mitad de su capital social controlado por empresas extranjeras, reduciéndose drásticamente el porcentaje cuando se trata de PYME, alcanzando sólo el 8%.

Cuadro 3.3.

Participación extranjera en el sector hotelero español en 2000 y 2001

Empresa	CC.AA.	Participación extranjera 2000	Participación extranjera 2001
Accor Hoteles España, S.A.	Madrid		100% Accor, S.A. (Francia)
AC Hoteles, S.L. (Grupo)	Madrid	15% 3I Ibérica Inversiones Industriales, S.A.	14,13% 3I Ibérica Inversiones Industriales, S.A.
Acorn International Hotels, S.A.	Baleares	100% SHI-NORCA, S.L.	100% SHI-NORCA, S.L.
Agrupación Hotelera Doliga, S..A. (Grupo Fiesta)	Baleares	24,06% International Touristik Company	24,06% International Touristik Company
Aldiana Fuerteventura, S.A.	Canarias	100% Hoteles y Clubs de Vacaciones, S.A. (C&N)	100% Hoteles y Clubs de Vacaciones, S.A. (C&N)
Allsun Turística, S.L.	Baleares	70% Vehuven, Willi (Alemania) 30% Giacobbi, Gianni (Italia)	70% Vehuven, Willi (Alemania) 30% Giacobbi, Gianni (Italia)
Arabella Hoteles de España. S.A.	Baleares	94% Vibelva, S.L. 6% Schorghuber Española Inv. Sedisa, S.A.	1% Vibelva, S.L.
Asturme Hotels, S.L. (IBB Hoteles)	Baleares		Timan Investment, B.V. (Holanda)
Bahía del Sol Santa Ponsa	Baleares	Mayoritario: Seetel Hotels (Alemania)	Mayoritario: Seetel Hotels (Alemania)
Barcelona Projects, S.A.	Cataluña	100% Saudi European Project's (SEP) (Arabia Saudita)	100% Saudi European Project's (SEP) (Arabia Saudita)
Berger Group Hoteles, S.A.	Baleares	100% Berger, Familia (Australia)	100% Berger, Familia (Australia)
Byblos Andaluz, S.A. (Golf Palalto, S.A.)	Andalucía	17,80% Floirat, Familia (Francia) 30,50% Mijas Golf, S.A. 14,10% Dez, Familia (Francia)	
Carnevale, S.A.	Madrid	100% Rhodagespar (Francia)	
Ceca, S.A.	Baleares	100% IB Real Holding AG (Suiza)	100% IB Real Holding AG (Suiza)
Cía. Hotelera Sant Jordi, S.A.- Universal	Baleares	100% Universal Air Tours, S.A. (Suiza)	100% Universal Air Tours, S.A. (Suiza)
Club Mediterranee, S.A. (Club Med)	Cataluña	100% Club Mediterranee, S.A. (Francia)	100% Club Mediterranee, S.A. (Francia)
Club Paradise Aqualandia, S.L	Baleares	100% Blunit International, S.A. (Italia)	100% Blunit International, S.A. (Italia)
C.M Hoteles, S.A.	Baleares	60% Acorn SP Corporation (Reino Unido) 40% Sonco Canarias, S.A.	60% Acorn SP Corporation (Reino Unido) 40% Sonco Canarias, S.A.
Creativ Hotel Buenaventura, S.A. (Grupo IFA)	Canarias	40% NUR Toutistic, GMBH (Neckerman) (Alemania)	40% NUR Touristic, GMBH (Neckerman) (Alemania)
Esmeralda 10, S.A. (Grupo Corporación H 10 Hotels)	Cataluña	25% C&N Touristic (Alemania)	
Europe Cadena Hoteles, S.A.	Cataluña	52% Gassmann, Axel Frithjof (Alemania) 20% Gassmann, G. Frederik (Alemania)	54,55% Gassmann, Axel Frithjof (Alemania)
Framotel, S.A.	Baleares	100% Voyages Fram, S.A.(Francia)	100% Voyages Fram, S.A.(Francia)
Fundovel, S.A.	Andalucía	97% Accionistas particulares extranjeros	97% Accionistas particulares extranjeros
Globalia Inversiones Hoteleras, S.L.	Baleares		59,02% Globalia Corporación Empresarial, S.A.
Grubarges Inversión Hotelera, S.L.	Madrid	33,33% Grucycsa, S.A. (Grupo FCC)	33,33% Grucycsa, S.A. (Grupo FCC)
Grupo Suntours, S.A.	Baleares	28,79% Corp. Turística Germano Tunecina, S.A. 49,45% Touristic Invetment Corporation (Alemania) 8,15% Investmob Española, S.A.	28,79% Corp. Turística Germano Tunecina, S.A. 24,57% Touristic Investment Corporation (Alemania) 8,15% Investmob Española, S.A.
Grupotel Dos, S.A.	Baleares		50% TUI, AG (Alemania)
Heliopal, S.A.	Baleares	100% Graf, Klaus (Grupo Teka) (Alemania)	100% Graf, Klaus (Grupo Teka) (Alemania)
HG Hoteles & Gestión, S.A.	Cataluña	7,64% NH Hoteles, S.A.	9,66% NH Hoteles, S.A.
Hilton International Hotels, Ltd.-	Cataluña	100% Hilton International Hotels, LTD.	100% Hilton International Hotels, LTD.

Suc. España		(Reino Unido)	(Reino Unido)
Hispano Alemana Management Hotelero, S.A.	Baleares	40% Hoteles y Clubs de Vacaciones, S.A. (C&N)	40% Hoteles y Clubs de Vacaciones, S.A. (C&N)
Holiday Center, S.A.	Baleares	Robinson Club, GMBH (Alemania)	Robinson Club, GMBH (Alemania)
Hotel de la Villa Olímpica, S.A. (HOVISA)	Cataluña	99% Yoldo Ventures, B.V. (Holanda)	75% Deutsche Bank AG Real Estate Pri. Equity (Reino Unido) 16% Patron Capital Partners (Reino Unido)
Hotel Don León, S.A.	Baleares	100% Ferienverein Ptt Personal (Suiza)	100% Ferienverein Ptt Personal (Suiza)
Hotel Don Pedro, S.A. (Hoteles Globales)	Baleares	100% Airtours Resort Mallorca, S.L. (My Travel Group)	
Hotel El Paraíso Costa del Sol, S.L.	Andalucía	100% Walter, Rudolf (Alemania)	100% Walter, Rudolf (Alemania)
Hotelera El Carmen, S.A.	Madrid	99,90% Bass International Holding, N.V. (Holanda)	99,90% Bass International Holding, N.V. (Holanda)
Hoteles Coach, S.A.	Andalucía	Mayoritario: Grupo El Khoury (Líbano)	Mayoritario: Grupo El Khoury (Líbano)
Hoteles Santa Ponsa, S.A.	Baleares	100% Shi-Norca, S.L.	100% Shi-Norca, S.L.
Hoteles Sunwing, S.A.	Baleares	100% Airtours Resort Ownerships España, S.L.	100% Airtours Resort Ownerships España, S.L.
Hotel Grill Barberá, S.A.	Cataluña	100% Envergure, S.A. (Francia)	100% Envergure, S.A. (Francia)
Hotel Las Pirámides, S.A.	Andalucía	Mayoritario: Benenati, Hermanos (Italia)	Mayoritario: Benenati, Hermanos (Italia)
Hotel Pricesa Sofía, S.L.	Cataluña	100% Shuaa Hotels, B.V. (Holanda)	100% Shuaa Hotels, B.V. (Holanda)
Hotel Ritz Madrid, S.A.	Madrid	100% Societé des Hotels Meridien (S.H.M.) (Francia)	100% Societé des Hotels Meridien (S.H.M.) (Francia)
Hotel Vela, S.L.	Andalucía	100% Hoteles y Clubs de Vacaciones, S.A. (C&N)	100% Hoteles y Clubs de Vacaciones, S.A. (C&N)
Hotel Villamagna, S.A.	Madrid	100% Shirayama, S.A.	100% Villa Magna Inversiones Hoteleras
Hotetur Club, S.L.	Baleares	50% Airtours Resort Mallorca, S.L.	50% My Travel Group P.L.C. (Reino Unido)
Inmogolf, S.A.	Murcia	100% P&O European Ferries, LTD. (Reino Unido)	100% P&O European Ferries, LTD. (Reino Unido)
Inserhotel, S.L.	Canarias	Mayoritario: HBT Hotelbeteiligungs, AG (Alemania)	Mayoritario: HBT Hotelbeteiligungs, AG (Alemania)
Interflumen, S.L.	Aragón	50% Grupo Bajen (Francia)	50% Grupo Bajen (Francia)
ITC España, S.A.	Cataluña	100% International Tourist Club, GMBH (ITC) (Alemania)	100% International Tourist Club, GMBH (ITC) (Alemania)
Jandia Solymar, S.A.	Canarias	Mayoritario: LTU Touristik Gesellschaft, GMBH (Alemania)	Mayoritario: LTU Touristik Gesellschaft, GMBH (Alemania)
Los Zocos, S.A	Canarias	Mayoritario: Ladbrokes Group, PLC (Reino Unido)	Mayoritario: Ladbrokes Group, PLC (Reino Unido)
Meridien Catalunya, S.L.	Cataluña	100% Societé des Hotels Meridien (S.H.M.) (Francia)	100% Societé des Hotels Meridien (S.H.M.) (Francia)
Nacional Hotelera, S.A. (Starwood)	Madrid	30,04% CIGA International Management, B.V. (Holanda) 42,85% International Investment Corporation EDE, B.V. (Holanda)	30,04% CIGA International Management, B.V. (Holanda) 42,85% International Investment Corporation EDE, B.V. (Holanda)
NH Hoteles, S.A.	Madrid	5,65% Fidelity Investments (Reino Unido) 10,95% Chase Maniatan Bank. N.A. (USA) 5,01% FINAF 92, S.A. (Italia) 5,03% Perpetual, P.L.C. (Reino Unido) 7,15% Threadneedle Investment Managers, LTD. (Reino Unido)	5,65% Fidelity Investments (Reino Unido) 10,95% Chase Maniatan Bank. N.A. (USA) 5,24% FINAF 92, S.A. (Italia) 5,03% Perpetual, P.L.C. (Reino Unido) 7,15% Threadneedle Investment Managers, LTD. (Reino Unido)
Nordotel, S.A.	Canarias	100% Fritidsresor AB (Suecia)	100% Fritidsresor AB (Suecia)
Novotel España, S.A.	Madrid	100% Accor, S.A. (Francia)	
Occidental Hoteles Management, S.A.	Madrid	29,40% Sil Investments, S.A. (Mercapital)	29,40% Sil Investments, S.A. (Mercapital)
Ofra Complementar, S.L Hoteles y Cia, SC	Baleares	100% Franz, Oliver Andreas (Alemania)	100% Franz, Oliver Andreas (Alemania)
Playa y Cielo, S.L.	Comunidad Valenciana	Mayoritario: GSM Investments (Francia)	Mayoritario: GSM Investments (Francia)
Plazaña Hotel, S.A.	Madrid	100% Immo Regent, S.A. (Francia)	
Prinz Hoteles, S.A.	Baleares	Atractours Cohen Pekel, Joseph Walter LTU Luftransport-Unternehmen GMBH (Alemania)	Atractours Cohen Pekel, Joseph Walter LTU Luftransport-Unternehmen GMBH (Alemania)
Promociones Eurobuilding, S.A.	Madrid	98,36 % NH Hoteles, S.A.	
Protuba, S.A.	Baleares	99% Verborghstraeten Beher, BV (Holanda)	
Renthotel, S.A.	Baleares	Mayoritario: Jumbo Tours, S.A.	Mayoritario: Jumbo Tours, S.A.
Riusa II, S.A. (Riu Hotels)	Baleares	50% Hapag Touristik Union (HTU) (Alemania)	50% TUI, AG (Alemania)

Seaside Hotels, S.A.	Canarias	Mayoritario: Gerlach, Theo (Alemania)	Mayoritario: Gerlach, Theo (Alemania)
Six Continents Hotels España, S.A.	Madrid		100%Six Continents International Holdings, B.V. (Holanda)
Sol Meliá, S.A.	Baleares	2,72% The Chase Manhattan Bank, N.A. (USA) 5,83% Majorcan Hotels, N.V. (Holanda)	2,72% The Chase Manhattan Bank, N.A. (USA) 5,83% Majorcan Hotels, N.V. (Holanda)
Son Moragues, S.A.	Baleares	Mayoritario : Virgin Limited Edition (Reino Unido)	
Son Vida Hoteles, S.A.	Baleares		4,22%Ashraf Marwan, Ahmed (Egipto)
Sotogrande, S.A.(División Hotelera)	Andalucía	94,12% NH Hoteles, S.A.	
Steigenberger Hotels AG, Suc. en España	Canarias	Mayoritario: Steigenberger AG Zurich (Suiza)	Mayoritario: Steigenberger AG Zurich (Suiza)
Suites Hotels, S.L.	Andalucía	100% Asahi Kanko, S.A.	100% Asahi Kanko, S.A.
Sunny Hill Development, S.A.	Canarias	100% LTU TouristikGesellschaft, GMBH (Alemania)	100% LTU TouristikGesellschaft, GMBH (Alemania)
Sunset Beach Club, S.A.	Andalucía	100% F.B.D. Properties, LTD (Irlanda)	100% F.B.D. Properties, LTD (Irlanda)
Ten Bel Turismo, S.A.	Canarias	100% Holiday International Company (Grupo HIC) (Luxemburgo)	100% Holiday International Company (Grupo HIC) (Luxemburgo)
Tenerife Hotelanlagen GMBH & Co., KG	Canarias	Mayoritario: Hoteles Maritim (Alemania)	Mayoritario: Hoteles Maritim (Alemania)

Fuente: elaboración propia a partir de Anuario de la Hostelería Hostelmarket e investigación propia.

Aunque con niveles de participación diversos, la presencia del capital extranjero en las empresas hoteleras españolas con actividad internacional español también se concentra en las grandes empresas. De los 14 grupos hoteleros españoles[1] con presencia internacional que aparecen en el Cuadro 3.3 –representados a través de 18 empresas-, 12 de ellos entrarían en la categoría de grandes compañías, si atendemos a la clasificación propuesta por la Comisión Europea considerando el número de empleados –el 86%-, al presentar una plantilla superior a los 250 trabajadores[2]. De hecho, grupos como Sol Meliá, NH Hoteles, Riu, Occidental, Barceló y Hotetur Club cuentan con una plantilla que supera los 5.000 trabajadores, situándose todas ellas, excepto Hotetur Club, entre las 10 primeras cadenas hoteleras españolas por volumen de facturación.

[1] En el momento de cerrar este trabajo, algunas empresas más formarían parte del grupo de las multinacionales hoteleras españolas. Como Asturme Hotels, S.L. (IBB Hoteles) o High Tech Hotels & Resorts, que inician en 2002 su actividad internacional.

[2] Hay que considerar que la actividad desarrollada por la empresa hotelera se caracteriza por su intensidad en la utilización de mano de obra, por lo que es más frecuente que en otras actividades la existencia de plantillas que superen los 250 trabajadores. Sin embargo, como apunta Ramón (2002b), si comparamos el número de empleados medio de las hoteleras multinacionales españolas con las de otros países, el tamaño medio de las españolas es bastante más reducido; también en lo que se refiere a volumen de negocio, debido al gran número de establecimientos que cadenas internacionales, especialmente estadounidenses, operan en régimen de franquicia.

Sin embargo, si tratamos de caracterizar al conjunto de las hoteleras españolas atendiendo a su vinculación con inversores internacionales, se observa con relativa facilidad la escasa penetración de capitales extranjeros por la vía de la participación accionarial en empresas hoteleras españolas ya que de las más de 800 empresas hoteleras de las que se ha dispuesto de información, todas ellas con facturación superior a los 300.000 euros en 2001, solamente 78 cuentan en su capital con inversores extranjeros, tal y como aparece reflejado en el Cuadro 3.3. De éstas, un 22% cuentan con actividad internacional, lo que nos puede permitir estudiar con posterioridad la incidencia de dicha participación en el comportamiento financiero de las multinacionales.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Parece existir algún tipo de relación entre el tamaño de las compañías y su actividad internacional. Si enmarcamos a las multinacionales hoteleras españolas en el ámbito de las hoteleras españolas exclusivamente, de las 50 primeras cadenas hoteleras españolas por número de habitaciones en sus establecimientos, 25 tienen algún establecimiento fuera de España por lo que estarían integradas en nuestro grupo de estudio seleccionado. El resto de las compañías hoteleras con actividad internacional presentan diferentes tamaños, ocupando posiciones muy diferentes entre las empresas hoteleras. Si fijamos el criterio del volumen de facturación, 19 de las empresas internacionalizadas se encuentran entre las 100 primeras empresas de hostelería y turismo por volumen de facturación en 2000 y 2001. Si tomamos como referencia las 50 primeras compañías hoteleras españolas, 27 de ellas están internacionalizadas, con lo que la proporción de las multinacionales hoteleras entre las más importantes del sector sería similar a la obtenida bajo el criterio de tamaño medido por número de habitaciones.

Si el grupo de las principales cadenas hoteleras españolas se circunscribe a las 10 primeras por número de establecimientos, nueve de ellas –Grupotel sería la excepción- están internacionalizadas. Si elaboramos la clasificación de las diez primeras hoteleras por volumen de ventas en 2001, todas excepto una –Paradores de Turismo de España- tienen actividad internacional.

Cuadro 3.4.

Principales cadenas hoteleras españolas en 2001	
Principales cadenas hoteleras por número de habitaciones	**Principales cadenas hoteleras por volumen de ventas**
Sol Meliá	Sol Meliá
Riu	NH Hoteles
NH Hoteles	Barceló-Grubarges
Iberostar	Riu
Barceló Hotels-Grubarges	Iberostar
Fiesta-Doliga	Occidental
H 10 Hotels	Paradores
Princess Hotels	Fiesta-Doliga
Grupotel	H 10 Hotels
Husa	Husa

Fuente: Elaboración propia a partir de Anuario de la Hostelería Hostelmarket.

Cuadro 3.5.

Oferta alojativa de las multinacionales hoteleras (2001)

Cadena Hotelera	Hoteles	Habitaciones	Hoteles en el exterior	Habitaciones en el exterior	% de hoteles en el exterior	% de habitaciones en el exterior
Sol Meliá	341	79.784	162	41.723	47,51	52,29
NH Hoteles	230	32.636	132	21.385	56,36	65,53
Barceló Hotels	112	24.721	81	15.968	72,32	64,59
Riu	96	26.522	38	11.940	39,58	45,02
HUSA	64	5.939	7	392	10,94	6,60
Iberostar	61	20.137	30	10.674	49,18	53,01
Hotetur Club	57	12.859	11	2.848	19,30	22,15
Occidental	44	12.869	32	9.830	72,73	76,39
Fiesta-Doliga	42	11.458	8	3.089	19,05	26,96
H. Catalonia	36	5.338	2	788	5,56	14,76
AC Hoteles	34	3.271	1	87	2,94	2,66
Hesperia	34	5.811	5	1.055	14,71	18.16
H 10 Hotels	31	9.243	1	630	3,23	6,82
Hotusa	31	3.341	3	217	9,68	6,50
Turicomplex	25	2.287	1	300	4,00	13,12
Partner	22	1.696	1	66	4,55	3,89
Best Hotels	21	6.369	3	867	14,29	13,61
IFA	21	6.141	12	2.207	57,14	35,94
Hot Hotels	19	3.478	1	42	5,26	1,21
H. Silken	19	2.832	1	70	5,26	2,47
Princess Hotels	17	7.036	1	768	5,88	10,92
H. Garden	16	2.891	2	855	12,50	29,57
Renthotel	16	2.867	14	2.285	87,50	79,70
Viva Hotels	16	3.335	1	223	6,25	6,69
Hoteles Piñero	13	4.204	3	2.183	23,08	51,93
Sirenis	13	3.389	2	816	15,38	24,08
H. Cotursa	8	2.269	1	400	12,50	17,63
Hoteles Mac	8	2.090	1	354	12,50	16,94
Prinz Hoteles	8	1,455	1	223	12,50	15,33
Seaside Hotels	8	1.978	4	751	50,00	37,97
Vincci Hoteles	8	1.978	4	1.572	50,00	79,47
Blau Hotels	7	2.845	2	684	28,57	24,04
Ibersol 93, S.L.	7	1.028	1	50	14,29	4,86
Egatur	6	329	1	88	16,67	26,75
Royal Premier	5	1.153	1	94	20,00	8,15
Vista Sol	5	528	1	375	20,00	71,02
A Hotels	4	414	3	214	75,00	51,69
Stabotel	4	442	2	125	50,00	28,28
GR Hoteles	3	207	1	45	33,33	21,74
H. Trébol	3	226	1	66	33,33	29,20
Emperador	2	517	1	269	50,00	52,03
Club Paradise	2	400	1	200	50,00	50,00
Total	1.519	318.313	581	136.818	38,25	42,98

Fuente: Elaboración propia a partir de Anuario de la Hostelería Hostelmarket.

A pesar de tratarse de un grupo de cuarenta y dos empresas, representan aproximadamente un 15% de la oferta alojativa en España si consideramos el número de establecimientos que asumen y buena parte de ellas son líderes en los territorios foráneos en los que operan, incluso por delante de las grandes multinacionales del sector hotelero, mayoritariamente procedentes de Estados Unidos.

Si consideramos la dimensión media de los establecimientos hoteleros españoles, 44 habitaciones en 2001, las multinacionales hoteleras presentan una dimensión mayor[3]. Mientras en España sus establecimientos tienen un tamaño medio de 195 habitaciones, los ubicados en mercados internacionales superan con creces esa referencia al situarse en 237 habitaciones. La explicación fundamental para el mercado español hay que buscarla en el mayor tamaño medio relativo de las empresas objeto de estudio y su también superior capacidad inversora. En los mercados internacionales el tipo de establecimiento y ubicación por los que han apostado fuertemente las multinacionales hoteleras españolas en su expansión internacional condicionan el resultado obtenido.

No obstante, si no tenemos en cuenta a los hostales y pensiones, por su reducida dimensión, el tamaño medio de los hoteles radicados en España alcanza las 106 habitaciones, cifra más próxima a la del colectivo objeto de este estudio, siendo el segmento más representativo del sector, por su mayor número, el de los establecimientos de tres estrellas, con 113 habitaciones, también predominante en la oferta de las multinacionales hoteleras en España.

Sin duda, una serie de condicionantes influyen decisivamente en la dimensión de los establecimientos hoteleros, entre los que hay que considerar:

- La ubicación del hotel en zona turística, en grandes ciudades o en el interior.
- Los cauces de comercialización utilizados por el establecimiento. Podríamos citar como ejemplos contrapuestos la comercialización a través de tour operadores, propia de los establecimientos de grandes dimensiones ubicados en playas o zonas de costa frente a la mayor utilización de canales directos, característico de los hoteles de ciudad y de interior.
- Los costes inmobiliarios, más elevados en las ciudades frente a los costes de zonas de interior o algunos destinos de costa.
- Los requisitos urbanísticos, que pueden limitar la construcción de hoteles de grandes dimensiones.

[3] El resultado estaría de acuerdo con una de las más admitidas afirmaciones en relación con la importancia del tamaño como variable relevante para la competitividad internacional de las empresas (Hymer, 1976; Gomes-Casseres, 1989; Erramilli y Rao, 1993; Ramón, 2002b).

- La saturación que afecta a algunas zonas, especialmente las más especializadas en algunas modalidades turísticas.

En lo que a la dimensión empresarial se refiere, habría que considerar otras referencias para valorar la posición de las multinacionales hoteleras españolas. Es un hecho conocido que la estructura empresarial española se caracteriza por el predominio de las pequeñas y medianas empresas (PYME), siendo éste un rasgo común para todas las economías de la UE, aunque más acentuado en España. Se trata de un rasgo general de la economía española del que no es ajeno el sector hotelero.

Cuadro 3.6.

Clasificación de grupos multinacionales hoteleros por volumen de empleo que mantienen en 2001

Número de trabajadores	**Número de empresas hoteleras españolas multinacionales**
Menos de 250 empleados	10
Entre 250 y 500 empleados	5
Entre 501 y 1000 empleados	7
Entre 1001 y 2000 empleados	9
Entre 2001 y 5000 empleados	5
Más de 5000 empleados	6
Total	42

Fuente: Informe Anual de la Hostelería, Hostelmarket (2002)

Si consideramos la recomendación de la Comisión Europea sobre definición de pequeñas y medianas empresas atendiendo al número de trabajadores, criterio seguido asimismo por el Instituto Nacional de Estadística, que establece que una PYME es una empresa que tiene entre 0 y 249 asalariados, se concluye que aproximadamente el 24% de las empresas hoteleras españolas internacionalizadas son PYME.

La información reflejada en los cuadros parece indicar que una dimensión reducida no ha constituido un impedimento para que algunas hoteleras hayan iniciado su actividad internacional. Sin embargo, dicha dimensión podría ser un obstáculo para la obtención

del conjunto de los beneficios derivados de la internacionalización. Asimismo, parece haber un mayor coste de oportunidad para las pequeñas y medianas empresas derivado de la necesidad de contar con cuadros directivos con presencia en el mercado nacional e internacional (Covello y Martin, 1999). Si la estructura directiva de la empresa es reducida, como es el caso de algunas de las empresas internacionalizadas, y la implicación de los directivos nacionales en los proyectos internacionales elevada, como también sucede en muchas de las compañías estudiadas, entonces puede dificultar el equilibrio entre el desarrollo interno y externo de la empresa.

Si observamos el lugar de origen de las hoteleras internacionalizadas, podemos concluir que se produce una gran concentración geográfica ya que proceden mayoritariamente de las Comunidades Autónomas con más tradición turística, entre las que destacan Baleares y Cataluña, que representan el 38% y el 28,6%, respectivamente. Por su parte, Madrid cuenta con el 19% de las multinacionales hoteleras, mientras que Canarias cuenta con dos empresas hoteleras internacionalizadas y las comunidades autónomas andaluza y gallega son cada una sede de una hotelera con actividad internacional.

Cuadro 3.7.

Empresas del epígrafe 551 de CNAE-93 por estrato de asalariados y condición jurídica

	Personas físicas	Sociedades anónimas	Sociedades de responsabilidad limitada	Otras formas jurídicas
Sin asalariados	2.571	85	324	148
De 1 a 2 asalariados	1.355	253	843	284
De 3 a 5 asalariados	450	206	644	155
De 6 a 9 asalariados	205	232	743	138
De 10 a 19 asalariados	77	229	454	67
De 20 a 49 asalariados	28	380	324	35
De 50 a 99 asalariados	0	144	97	5
De 100 a 199 asalariados	0	171	78	1
De 200 a 499 asalariados	0	85	32	4
De 500 a 999 asalariados	0	8	5	0
De 1000 a 4999 asalariados	0	5	0	0
Más de 5000 asalariados	0	1	0	0
Total	4.686	1.829	3.544	837

Fuente: INE, 2003.

Cuadro 3.8.

Multinacionales hoteleras españolas por procedencia		
Cadena Hotelera		**Comunidad Autónoma de Origen**
Sol Meliá	Riu	**Baleares**
Barceló Hotels	Iberostar	
Hotetur Club	Fiesta-Doliga	
H. Garden	Renthotel	
Hoteles Piñero	Viva Hotels	
Sirenis	Hoteles Mac	
Blau Hotels	Prinz Hoteles	
Club Paradise	Vista Sol	
HUSA	H. Catalonia	**Cataluña**
Hesperia	H 10 Hotels	
Hotusa	Best Hotels	
H. Silken	Hot Hotels	
H. Cotursa	Princess Hotels	
Ibersol 93, S.L.	A Hotels	
GR Hoteles		
NH Hoteles	AC Hoteles	**Madrid**
Occidental	Partner	
Vincci Hoteles	Stabotel	
H. Trébol	Emperador	
Turicomplex	IFA	**Canarias**
Seaside Hotels		
Egatur		**Galicia**
Royal Premier		**Andalucía**

Fuente: elaboración propia.

3.2.1. Estructura de la propiedad y control.

Las empresas españolas se caracterizan por tener una estructura de la propiedad muy concentrada, lo que parece consecuente con su reducida dimensión empresarial media. Pero también entre las empresas de mayor tamaño se reproduce esta estructura. Así, más de la mitad de las empresas que cotizan en Bolsa, cuyo tamaño medio es superior al conjunto, están controladas en más de un 50% de su capital por el accionista principal (Costa, 2001).

No hay que olvidar que el sector hotelero español está formado fundamentalmente por pequeñas y medianas empresas, muchas de ellas de tipo familiar, estructura que podemos decir se reproduce en el grupo de las compañías internacionalizadas, buena parte de las cuales comparten el mismo modelo de estructura de la propiedad. Asimismo, las mayores cadenas hoteleras internacionalizadas, incluso una de las dos que cotizan en Bolsa, mantienen esa estructura de la propiedad relativamente concentrada en las manos de una sola familia. Sería el caso de Sol Meliá –que cotiza en Bolsa desde 1996-, Barceló, Riu, Iberostar, Fiesta y Husa, por mencionar solamente lo que ocurre al respecto entre las 10 primeras hoteleras por volumen de negocio.

Cuadro 3.9.

Estructura de la propiedad de la empresa multinacional hotelera española

Características de la estructura de la propiedad de la empresa española (Costa, 2001)	Perfil de la estructura de la propiedad de la empresa multinacional hotelera española
- La identificación entre propiedad y control decrece con el aumento del tamaño.	- A pesar de la validez del principio general básico, 6 de las diez mayores empresas, cuentan con una estructura de la propiedad concentrada en una sola familia, que controla al menos el 50% del capital del grupo. Adicionalmente, otra de entre las diez primeras está controlada por un grupo de cuatro familias.
- La propiedad y gestión familiar es la forma de gobierno más frecuente entre las empresas de menor dimensión, mientras que el holding empresarial o la corporación financiera lo es entre las grandes empresas.	- Así es en el caso de las multinacionales hoteleras. Las diez primeras empresas de este tipo responden al modelo organizativo de holding o corporación, que se extiende a las de mayor dimensión. Entre las de menor dimensión aparece más difundida la fórmula de propiedad y gestión familiar.
- La empresa familiar sacrifica potencial de crecimiento por el mantenimiento del control del capital, mostrándose reacia a realizar ampliaciones que supongan la entrada de nuevos accionistas, así como tiende a realizar directamente las tareas de gestión de la empresa.	- Las multinacionales hoteleras españolas controladas por una familia responden al modelo de comportamiento de la empresa familiar española, lo que ha frenado el proceso de acceso a los mercados bursátiles en el sector. Los miembros de la familia que es accionista principal colaboran en las tareas de gestión, aunque no suelen realizar en solitario dicha actividad.
- La participación de otra empresa en el capital social es una fórmula sólo extendida entre las grandes empresas; más de la mitad de éstas pertenecen a un grupo societario o están controladas mayoritariamente por otras empresas.	- Dicha estructura de la propiedad se reproduce en el conjunto de las multinacionales hoteleras.
- El crecimiento externo de la empresa española a través de adquisición de acciones de otras empresas ha sido el cambio más destacado en la estructura de la propiedad empresarial desde la entrada de España en la Unión Europea, por encima de los aumentos de la participación del capital exterior en ellas.	- En el ámbito de las empresas hoteleras españolas de carácter multinacional se han producido los dos fenómenos con importancia desigual en función de los casos. Algunas cadenas hoteleras responden perfectamente a lo planteado para la empresa española, pero no se trata de un fenómeno generalizado.

Fuente: elaboración propia.

En lo que se refiere al análisis de la estructura de la propiedad cabe situar la predominante en España, que afecta con alguna matización al sector de las multinacionales hoteleras españolas, dentro de un modelo continental europeo, en el que el accionista principal ostenta el control en la mayoría de las empresas. Frente a éste, existen otros modelos de estructura de la propiedad en el mundo desarrollado. A saber, el modelo predominante en el área anglosajona, que se correspondería con el capitalismo gerencial, donde son minoría las empresas en las que el control es ejercido por el accionista principal, por lo que la mayoría del capital está repartido entre accionistas minoritarios. Por último, cabría mencionar también la existencia de un modelo japonés como caso intermedio entre los anteriores, en el que el accionista principal, casi siempre una institución financiera, dispone de una participación no necesariamente mayoritaria de la empresa, pero suficiente para incidir en la toma de decisiones en la misma.

Claramente, el modelo de estructura de la propiedad está relacionado con el grado de desarrollo de los mercados financieros. De ello ya hablamos en otro capítulo de este trabajo. Así, en el caso español, a pesar del desarrollo reciente de los mercados de capitales, éstos no constituyen una fuente de financiación preferente para las empresas españolas. Ello podría justificar la escasa incidencia que los mercados de capitales tienen todavía hoy en el sector que nos ocupa, el de las hoteleras españolas, en el que solamente Sol Meliá y NH Hoteles, líderes en su sector y fuertemente internacionalizadas, cotizan en Bolsa. Sin embargo, ambas mantienen una estructura de propiedad y de gobierno empresarial claramente diferenciadas. Mientras la primera concentra la propiedad mayoritaria en manos de la familia Escarrer, dos de cuyos miembros son los máximos responsables de la gestión de la compañía, la segunda presenta una estructura de la propiedad muy repartida y diversificada, entre personas físicas y jurídicas nacionales y extranjeras.

Otra característica del tejido empresarial hotelero español es el predominio de los establecimientos individuales, con muy escasa concentración empresarial. En este ámbito, las multinacionales hoteleras representarían un modelo diferenciado del tradicional por tratarse de cadenas hoteleras, cada vez más numerosas en el panorama hotelero español.

3.2.2. Organización e integración productiva.

En este ámbito cabe señalar que las grandes empresas suelen contar con modelos organizativos más complejos y habitualmente menos flexibles, al quedar cubiertas muchas de las necesidades de adquisición de bienes y servicios, circunscritas al ámbito del grupo empresarial al que pertenecen.

Asimismo, el sector al que pertenezcan las empresas impondrá o al menos condicionará la organización del proceso productivo en las mismas, Así, las empresas que operan en mercados con fuerte concentración de la oferta están más integradas o imponen un mayor control sobre proveedores y distribuidores. La situación es la opuesta cuando en el mercado son muchas las empresas oferentes.

El panorama que encontramos en el grupo de las multinacionales hoteleras españolas es consecuente con lo planteado. La integración vertical no es el esquema dominante en los grandes grupos hoteleros españoles, aunque es importante dicha fórmula organizativa ya que el 47,6% de las cadenas hoteleras internacionalizadas constituyen divisiones pertenecientes a grupos empresariales diversificados, fundamentalmente concentrada su actividad en el negocio turístico. Por su parte, el 52,4% de las cadenas españolas con actividad internacional son estrictamente hoteleras.

Los grupos hoteleros de origen balear presentan el mayor grado de diversificación empresarial, ya que todos ellos excepto dos, forman parte de grupos empresariales diversificados. El resto de las cadenas integradas en grupos con actividades empresariales diversas se encuentran repartidos geográficamente si atendemos a su origen, siendo tres de ellos catalanes, uno madrileño, uno canario y uno andaluz.

Ello confirmaría la tesis defendida por Bote y Sinclair (1993), que cita Ramón (2002b), para un grupo de empresas de características similares a las que protagonizan esta parte del estudio, aunque más reducido, según la cual la probabilidad de que una empresa hotelera sea internacional aumenta cuando ésta se encuentra integrada en un grupo de empresas turísticas más amplio, al permitir el aprovechamiento de ventajas de reducción

de costes de transacción, reducir los efectos de la incertidumbre de demanda así como la prevención de problemas contractuales.

Por su parte, otro aspecto a destacar en el caso de las cadenas hoteleras es el de la forma en que la pertenencia a un grupo diversificado puede condicionar la posesión en propiedad de los hoteles en mayor o menor medida. Al igual que sucede con el estudio realizado por Ramón (2002b y 2002c), no parece posible confirmar o no dicha relación. No parece haber mayor preferencia por la propiedad de los inmuebles en las cadenas que pertenecen a grupos diversificados por lo que bajo esta fórmula organizativa no se percibe un comportamiento diferencial de las hoteleras frente a las demás opciones organizativas no diversificadas.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Lo que sí se percibe es una tendencia general a preferir la fórmula estrictamente gestora de los establecimientos hoteleros, manteniendo la propiedad de los mismos, si se da, fuera de la actividad de la empresa gestora, al estilo de lo que acontece en los principales grupos hoteleros internacionales. La apuesta por la flexibilidad, por impulsar la capacidad de crecimiento y alcanzar o confirmar posiciones competitivas pueden justificar dicha tendencia.

Sin embargo, desde finales de la década de los noventa se vienen observando operaciones que parecen plantear otra tendencia a registrar entre las cadenas internacionales hacia una mayor integración de actividades y, por tanto, se presenta un panorama en el que ya no hay tantas empresas vinculadas al negocio hotelero que sean puras, ya se trate de gestión o inmobiliaria: La mayoría de ellas vuelven a integrar ambos negocios. La integración de la actividad gestora e inmobiliaria convierte a las hoteleras en compañías más sólidas a juicio de los inversores; los grandes inversores institucionales pueden encontrar más volumen de movimiento cuando quieren comprar y vender grandes cantidades de acciones y se anima la cotización bursátil de las compañías fusionadas (Uriol, 2001). Las grandes cadenas internacionales han evolucionado en ese sentido, pasando de la segregación de las actividades a una posterior integración. Es el caso de Bass e Inter-Continental, Starwood e ITT-Sheraton, Promus y Doubletree, Starwood y Westin, Patriot y Wyndham, Marriott y Reinassance -las dos últimas, gestoras-. También Sol Meliá lo hizo después, a remolque de las

tendencias del mercado. Cuando los demás grupos internacionales ya estaban de retirada en la segregación de actividades e incluso habían entrado en la consolidación, la hotelera española todavía estaba pensando en sacar MIA a Bolsa. Es más, se llegó a plantear la posibilidad de crear empresas tenedoras de hoteles para cada área geográfica mundial y poder sacarlas al mercado de forma independiente[4].

3.2.3. Experiencia nacional.

En principio, la experiencia nacional beneficia a la empresa internacional cuando su demanda interior se centra en tipos de servicios que se demandan en otros países (Porter, 1990), lo que es claramente aplicable a las empresas hoteleras españolas que han atendido desde sus instalaciones en España a turistas y visitantes extranjeros. Asimismo, la experiencia nacional de la empresa hotelera se considera una ventaja de propiedad (Dunning y McQueen, 1981a; Kundu, 1994). En relación con ello, España presenta un panorama de multinacionales hoteleras diverso ya que algunas de ellas son empresas muy jóvenes, de escasa tradición en la actividad hotelera nacional, las que han optado por la internacionalización. Bien es cierto que alguna cadena recientemente creada y con actividad internacional está liderada por gestores de amplia experiencia y trayectoria en el sector que, como consecuencia de procesos de fusiones y adquisiciones, se han visto impulsados a crear sus propias compañías hoteleras, como es el caso de AC Hoteles.

[4] El 23 de noviembre de 1998 Sol Meliá comunica a la CNMV su intención de integrarla actividad de la gestora Sol Meliá con las tenedoras de hoteles Inmotel y MIA. La suspensión de las cotizaciones de Sol Meliá y MIA fue la segunda más larga de la historia de la Bolsa española después de la de Banesto tras la intervención del Banco de España. Las dos sociedades hoteleras, la gestora y la inmobiliaria para América Latina, permanecieron 16 días fuera de la cotización (Uriol, 2001).

Más del 45% de las cadenas con actividad internacional asumen la titularidad de menos de 10 establecimientos en España, lo que confirma, al incrementar sustancialmente la proporción, la tesis ya defendida por Ramón (2002b y 2002c) de que la deslocalización de la planta hotelera es una estrategia llevada a cabo en los primeros estadios de desarrollo de la empresa y posicionamiento de la marca en España, ya que se trata de empresas en su mayoría jóvenes que afrontan casi simultáneamente su expansión nacional e internacional. Comportamiento claramente diferenciado del apuntado por Travel Research International Limited en 1999 para las cadenas hoteleras internacionales pero en línea con lo planteado por Beattie (1993) para la expansión hotelera en Europa.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Las multinacionales hoteleras españolas son, en general, empresas jóvenes, tratándose en buena parte de los casos de empresas de muy corta edad. Así, aproximadamente el 26% de las cadenas son creadas en el decenio de los 80, mientras que en torno al 31% de las mismas surgieron a lo largo de la década de los noventa. Incluso, las hay de creación más reciente, el 7% ha nacido entre 2000 y 2001, como es el caso de Egatur, GR Hoteles y Vincci, aunque no por ello se las pueda identificar con empresas de poca experiencia en el negocio hotelero pues al frente de algunas, se encuentran ejecutivos de destacada trayectoria en el sector que han emprendido una nueva iniciativa empresarial a través de la creación de estas compañías. Sin embargo, su escasa presencia en España, sí puede limitar su aprovechamiento de ventajas de tamaño como las economías de escala.

3.2.4. Grado de internacionalización.

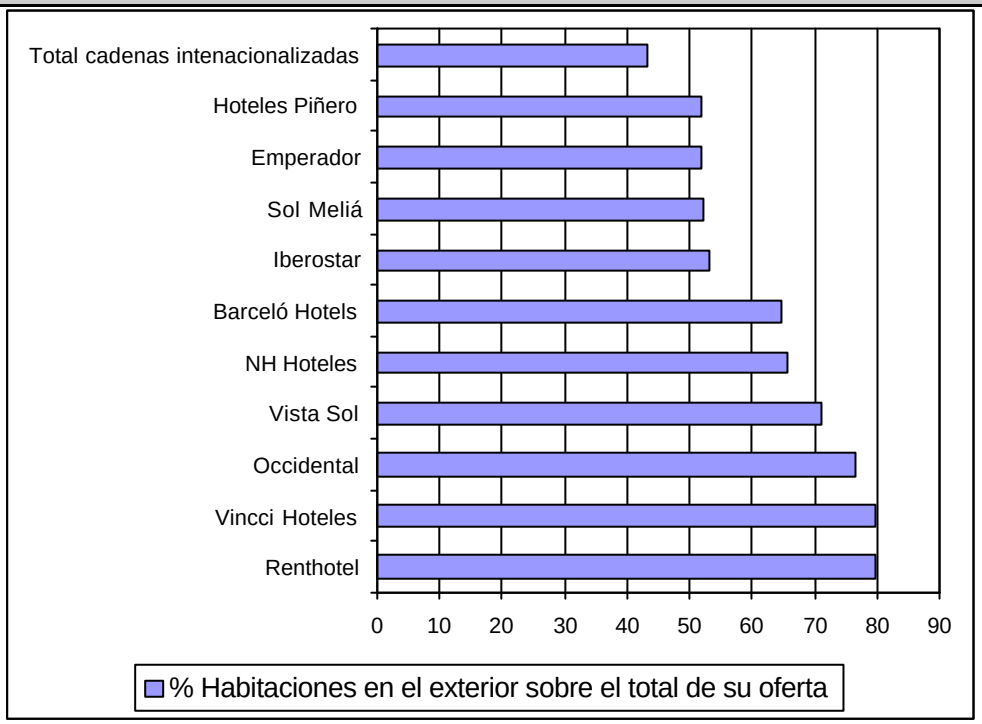
Las cadenas hoteleras españolas con actividad internacional no ocupan posiciones preeminentes en el grupo de cadenas más internacionalizadas del mundo. La cadena hotelera más globalizada es Six Continents Hotels, que desarrolla actividades en 98 países (Martorell, 2002) y a continuación la francesa Accor, que opera en 84 países, muy de cerca se sitúa Starwood Hotels & Resorts Worldwide, con presencia en 82 países.

A pesar del esfuerzo por reforzar su presencia internacional del que participan los principales grupos hoteleros del mundo, no existe ninguna cadena con implantación en todos los países. Sólo ocho cadenas tienen actividad en más de 50 países.

Entre las diez más internacionalizadas no se encuentra ninguna española, a la cabeza de las cuales se sitúa Sol Meliá, con presencia en 30 países.

Gráfico 3.1.

10 Grupos españoles más internacionalizados en 2001 por porcentaje de habitaciones en el exterior



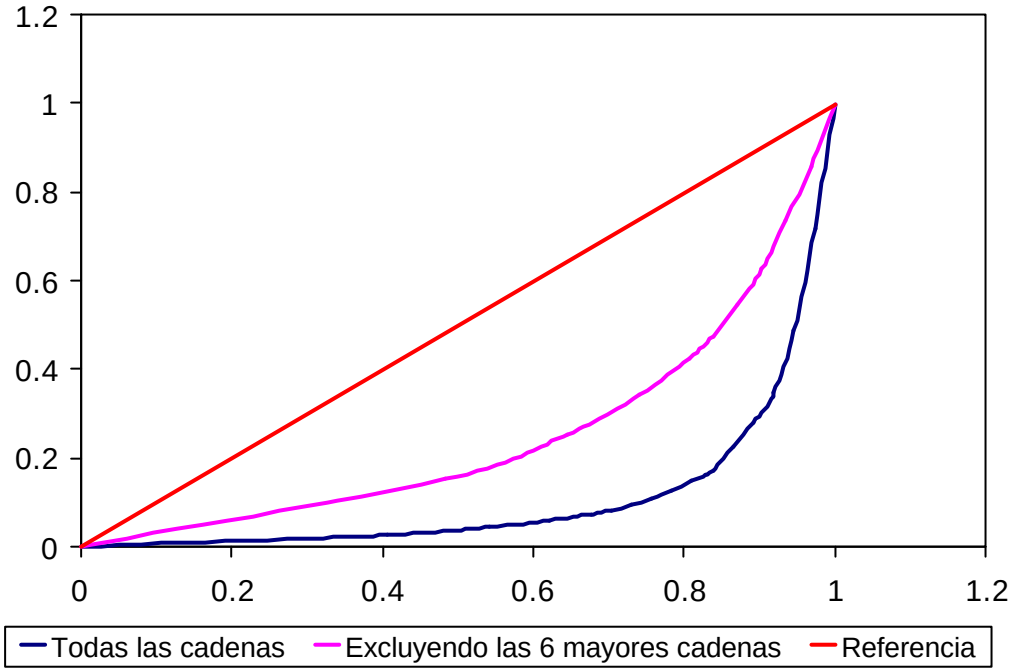
Fuente: elaboración propia a partir del Anuario Hostelmarket, 2002.

La información contenida en el gráfico 3.1 permite observar que no son las cadenas con un mayor número de habitaciones en el exterior las más internacionalizadas en términos porcentuales. Llama la atención que cadenas como Renthotel y Vincci tengan un 80 por ciento de su oferta en el exterior. Vincci es una cadena muy joven, creada en 2001, que ha optado por un modelo de crecimiento basado en su expansión exterior sin esperar a consolidar su posición en España. Centra su oferta en el mercado urbano. Sin embargo, Renthotel, fundada en 1986, se ha especializado en el turismo vacacional y tiene 14 de sus 16 hoteles fuera de España. De las seis cadenas internacionalizadas de mayor

dimensión, Sol Meliá, NH Hoteles, Barceló, Riu, Iberostar y Occidental, todas sitúan más del 50 por ciento de su oferta en el exterior, salvo Riu. Esta cadena, que ocupa la cuarta posición en cuanto a oferta de habitaciones en el exterior, se sitúa muy cerca de la media, con un porcentaje del 45 por ciento, teniendo más presencia en España que en el extranjero.

Gráfico 3.2.

Curvas de Lorenz de la oferta hotelera española en el exterior

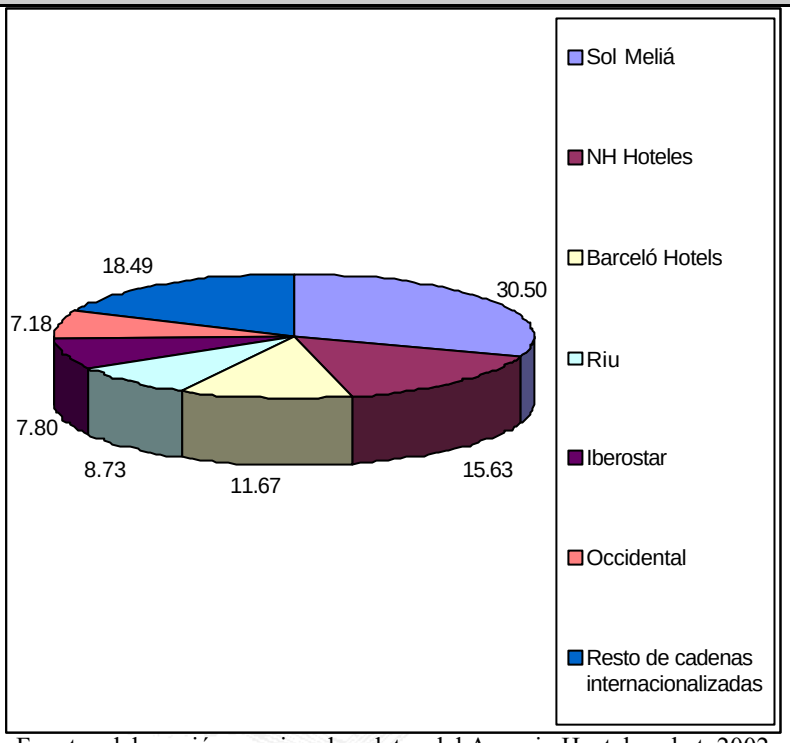


Fuente: elaboración propia.

Se ha procedido a calcular el índice de Gini para el conjunto de la oferta hotelera española en el exterior y se ha hecho el mismo cálculo excluyendo a las seis mayores cadenas españolas. En el primer caso, el valor del índice de Gini obtenido es de 0,74, mientras que en el segundo caso, es de 0,38. Si observamos la representación de las curvas de Lorenz correspondientes, que nos proporcionan la visualización de la desigualdad en la oferta española de hoteles en el exterior en términos relativos, se puede apreciar que la eliminación de los grupos de mayor dimensión hace que el comportamiento del resto sea menos desigual, mientras que si se incluyen se aprecia una mayor desigualdad.

Gráfico 3.3.

Distribución de la oferta alojativa en el exterior en 2001 entre las principales cadenas hoteleras



Fuente: elaboración propia sobre datos del Anuario Hostelmarket, 2002.

Si se considera el número de habitaciones que conforma la oferta alojativa de las cadenas españolas en el exterior, se aprecia un predominio de América Latina. El número de habitaciones en Europa se sitúa ligeramente por encima del 25 por ciento y el resto de destinos representan en torno al 22 por ciento. Se ve claramente que hay cadenas que centran toda su oferta en una de las zonas, siendo las de mayor tamaño las más diversificadas en cuanto a destinos. Entre el resto de localizaciones destacan Túnez, Estados Unidos, Indonesia, Turquía, Marruecos y Cabo Verde, por este orden.

Cuadro 3.10.

Distribución del número de habitaciones en el exterior de las cadenas hoteleras españolas internacionalizadas en 2001

Grupo	% en Europa	% en América Latina y Caribe	% en resto de destinos
SOL MELIA	20.74	52.80	26.46
NH	76.71	20.13	3.16
BARCELO-GRUBARGES	17.67	58.10	24.23
RIU	17.24	46.70	36.06
IBEROSTAR	0.00	86.41	13.59
OCCIDENTAL	9.13	81.16	9.71
FIESTA	0.00	100.00	0.00
HOTETUR	100.00	0.00	0.00
RENTHOTEL	9.77	90.23	0.00
IFA-CREATIVE	0.00	100.00	0.00
PIÑERO	6.64	93.36	0.00
VINCCI	17.99	82.01	0.00
HESPERIA	0.00	100.00	0.00
BEST	100.00	0.00	0.00
GRUPO GARDEN	15.10	20.13	64.77
SIRENIS	100.00	0.00	0.00
CATALONIA	100.00	0.00	0.00
PRINCESS	100.00	0.00	0.00
SEASIDE	0.00	100.00	0.00
BLAU HOTELES	0.00	100.00	0.00
H10	0.00	0.00	100.00
COTURSA	0.00	100.00	0.00
HUSA	0.00	100.00	0.00
VISTA SOL	0.00	0.00	100.00
MAC	0.00	100.00	0.00
TURICOMPLEX	0.00	0.00	100.00
EMPERADOR	0.00	100.00	0.00
VIVA	0.00	100.00	0.00
PRINZ	0.00	100.00	0.00
HOTUSA	0.00	100.00	0.00
A HOTELS	100.00	0.00	0.00
CLUB PARADISE	0.00	100.00	0.00
STABOTEL	100.00	0.00	0.00
ROYAL PREMIER	100.00	0.00	0.00
EGATUR	100.00	0.00	0.00
AC HOTELES	100.00	0.00	0.00
SILKEN	100.00	0.00	0.00
TREBOL	0.00	0.00	100.00
PARTNER	0.00	0.00	100.00
IBERSOL 93	100.00	0.00	0.00
GR HOTELES	100.00	0.00	0.00
HOT HLG	2.61	65.31	32.08
TOTAL	25.37	52.93	21.70

Fuente: elaboración propia sobre datos del Anuario Hostelmarket, 2002.

3.2.5. Estrategias de crecimiento.

La forma más habitual de internacionalización del sector hotelero mundial se realiza a través de acuerdos interempresariales, entendiendo por tales la constitución de empresas mixtas o *joint ventures*, así como los contratos de gestión o franquicias (Contractor y Kundu, 1998a). El sector hotelero constituye un buen ejemplo de obtención de ventajas competitivas a partir de la colaboración entre empresas, debido fundamentalmente a la facilidad con la que los elementos intensivos en capital se separan de los basados en el conocimiento o experiencia (Contractor y Kundu, 2000).

Analizamos en este apartado de forma somera las estrategias de crecimiento seguidas por las multinacionales hoteleras españolas. Tomaremos como referencia fundamental el estudio realizado para las principales cadenas hoteleras del mundo realizado por Martorell y Mulet (2003).

3.2.5.1. Estrategia de especialización.

Seguida por varias cadenas hoteleras españolas, entre las que se encuentra Sol Meliá, apostando por el negocio hotelero e incluyendo en el ámbito del mismo un conjunto de actividades que mejoraran el producto final, el servicio hotelero. En general, se trata de intensificar el esfuerzo realizado concentrando los recursos en una actividad que configura su campo de actuación.

3.2.5.2. Estrategia de diversificación.

Llevaría a la compañía a dedicar sus recursos actuales al desempeño de varias actividades, ampliando su campo de actuación. Puede adoptar diversas formas, convirtiéndose en concéntrica u homogénea –nuevas actividades que están relacionadas con las existentes- o bien en conglomeral[5] –bajo la idea de ausencia total de relación entre las actividades nuevas y las ya existentes-. Esta estrategia está poco arraigada en España y existiría algún ejemplo de difícil clasificación que podría mencionarse como es el caso del grupo Marsans-Spanair, al que también podríamos ubicar en el apartado de integración vertical. Quizás en la línea diversificadora estarían incluidas iniciativas como las de Sol Meliá, Occidental (a través de Allegro), Rui, Barceló, Hesperia y Hotetur, entre las que son objeto de este estudio, además de Confortel. Todas participan de la incursión en actividades que integran hotelería y tiempo compartido, aunque de forma incipiente, si bien cabe suponer que su campo de actividad puede ampliarse, al menos en España, por el desarrollo reciente del negocio de la multipropiedad[6]. Una referencia internacional de este tipo de estrategia es la cadena Hilton Hotels Corporation, ya que es identificada como una de las más especializadas, tratándose de una hotelera "pura" desde 1998, se dedica también al negocio del tiempo compartido.

3.2.5.3. Integración vertical.

Se caracteriza por orientar al grupo empresarial que la sigue hacia la realización de múltiples actividades correspondientes a una misma cadena de producción de un bien, desde la obtención de materias primas hasta la comercialización y distribución del producto final.

[5] Martín Rojo (2003) se refiere a diversificación conglomeral en el ámbito turístico como a aquellos vínculos desarrollados con empresas que pertenecen a otros sectores distintos del turístico. En ese sentido habría dificultad para establecer una distinción clara en relación con la integración diagonal, abordada con posterioridad en este trabajo.

[6] La actividad de tiempo compartido parece apostar por la calidad, siendo uno de los sectores turísticos que ha solicitado su inclusión en el PICTE (Plan Integral de Calidad del Turismo Español), lo que mejorará la imagen y las posibilidades de crecimiento del *time-sharing* en España.

Es interesante el estudio de esta estrategia de crecimiento por tratarse de la opción a la que han recurrido para su organización grupos emblemáticos de turismo español, entre los que se encuentran algunas cadenas hoteleras de carácter multinacional.

Recurrimos a las modalidades de integración vertical expuestas por Suárez y del Valle en 2002 para el sector turístico español. Son las tres siguientes:

- Integración vertical entre proveedores y productores: se produce cuando en la elaboración de su propio producto específico se agrupan varios procesos necesarios para la producción del bien o servicio final
- Integración vertical entre los productores finales: en este caso el producto o servicio final incluye varios servicios o productos proporcionados por empresas del mismo grupo para realizar una oferta conjunta y diferenciada de los competidores
- Integración vertical en el canal de distribución: se daría en el caso de que una empresa que pertenece a un canal de distribución adquiere a otra del mismo canal

En los dos últimos casos podría tratarse también de una diversificación productiva frente a una integración productiva para dar una más completa satisfacción a las necesidades del cliente final o turista.

Parece posible apuntar que en España el crecimiento de los grandes grupos turísticos nacionales se ha llevado a cabo para satisfacer de forma global al cliente, al proporcionarle un servicio más amplio, más que en una decisión de diversificación, ya que la propia comercialización del servicio ha sido planteada desde un carácter integral para suministrar un servicio integral. Suárez y del Valle (2002) apuntan en la misma dirección y establecen una comparación con alguno de los grandes grupos turísticos internacionales como TUI, que pertenece al grupo industrial Preussag (energía y materias primas). Los autores plantean ejemplos del sector turístico español con distintas modalidades de integración vertical como es el caso del Grupo Globalia, el Grupo Iberia, Grupo Iberostar, Grupo Marsans-Spanair y Grupo Barceló.

El grupo Iberostar, que opera en el sector hotelero (Iberostar Hotels & Resorts), agencias minoristas, mayoristas, receptivo, vuelos chárter y servicios aéreos además de participar en diversas iniciativas con otras compañías del sector turístico. Iberostar parte inicialmente de la actividad estrictamente hotelera y se ha integrado verticalmente hacia delante en el canal de distribución con agencias minoristas y mayoristas (Iberostar y Viajes Iberia). También presenta integración vertical entre productores al introducirse en el mercado aéreo con Iberworld.

El caso de Barceló fue inicialmente una integración hacia delante en el canal de distribución, mediante la incorporación de actividades de intermediación, además de proporcionar transporte marítimo (Naviera Tambor) y aéreo (Bávaro Sunlight). También su vinculación con Barceló Construcción permite apreciar una integración hacia atrás, ya que se trata de la compañía responsable de la construcción y el mantenimiento de los hoteles del grupo. El grupo Barceló, que integra diferentes actividades más allá de la hotelera (Barceló Hotels & Resorts), ha realizado incluso alguna incursión en actividades que nos llevarían a la fórmula estratégica de la diversificación, como es su participación en un medio de comunicación escrito. El paso más llamativo en la historia reciente de la compañía es su acuerdo con la británica First Choice, operadora de viajes con la que Barceló firmó en 2000 un acuerdo estratégico que supuso la fusión de la división de Viajes Barceló con el grupo turístico internacional. Así, Barceló pasó a controlar una importante participación en el capital del nuevo grupo integrado, pasando a ser accionista de referencia del mismo, que cotiza en la Bolsa de Londres y ocupa uno de los puestos destacados en el ranking europeo de tour operadores[7].

El caso de Marsans-Spanair presenta integración en el canal de distribución pero también entre proveedores y productores de servicios. Integra hoteles, líneas aéreas y transporte terrestre (Travel Bus y Trapsatur), además de integración con intermediarios mayoristas y minoristas, también en el canal de distribución. Sin embargo, a falta de

[7] Tanto Barceló Empresas como First Choice siguen negociando la posibilidad de avanzar en su colaboración a partir de la división hotelera vacacional española. Barceló aportaría a la *joint venture* sus establecimientos en propiedad en España, mientras First Choice realizaría una aportación económica para hacerse con el 50% de la hotelera resultante. Con esa inyección de liquidez, la nueva compañía podría adquirir nuevos hoteles en España, manteniendo Barceló Hotels & Resorts la gestión de todos los establecimientos de la compañía resultante.

profundizar más en el grado de control, parece que el caso de Marsans es un ejemplo se combinación de situaciones de relación entre empresas al margen de la integración vertical, ya que la independencia con la que se toman algunas decisiones de producción y comercialización en algunas empresas del grupo cuestiona la propia integración del mismo (Suárez y del Valle, 2002).

Por su parte, la creación de la *joint venture* Viva Tours a iniciativa de Sol Meliá e Iberia también es un ejemplo a mencionar así como otra iniciativa en la que también es protagonista Sol Meliá al entrar en el portal AOL Avant, como proveedor exclusivo de productos de ocio y viajes, con la creación de meliaviajes.com.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.2.5.4. Integración horizontal.

Se trataría de la situación en la que varias empresas del mismo ámbito y estadio productivo, suman sus esfuerzos para alcanzar un nivel de concentración mayor en su sector productivo, convirtiendo competidores en aliados para ejercer su poder de mercado sobre proveedores y clientes. La propia organización en cadenas hoteleras de varios establecimientos hoteleros podría responder a esta fórmula organizativa.

El crecimiento de las cadenas adquirió un impulso especial durante y con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial y comenzaron a desarrollarse especialmente en Estados Unidos cadenas como Hilton Corporation que basaban su estrategia de crecimiento en la adquisición de hoteles ya existentes, sin abordar apenas nuevas construcciones.

Es bien sabido que en cierto momento en que el desarrollo del turismo en España era incipiente, la proliferación de hoteles independientes fue la opción predominante para atender a una demanda creciente. En concreto, durante las décadas de los cincuenta, sesenta e incluso buena parte de los setenta, muchos profesionales de otros campos y especializaciones acabaron convirtiéndose en hoteleros. Vila Fradera (1986, pp.215-217) se refería al '*fenómeno aluvión*: "Pero, de la misma manera que los transportistas entraron en el campo de las agencias dando vida a las mayoristas, los constructores de edificios no tardaron en hacerse hoteleros y apartamentistas... El *boom* de sus negocios

fue no sólo paralelo, sino inmediatamente anterior al de los muchas veces improvisados hoteleros y al ver que éstos comenzaban a ganar dinero –aunque empezaban a deber mucho también a los tour operadores extranjeros- decidieron *pasarse* al nuevo y prometedor cultivo".

Con el tiempo la excesiva fragmentación de la oferta hotelera y la necesidad de afrontar de forma independiente por parte de cada hotelero la adopción de medidas correctoras como la mejora de las instalaciones, la capacitación de los empleados, la introducción de las tecnologías de la información y la comunicación en el establecimiento, la excesiva dependencia frente a los tour operadores, entre otras, lleva a soluciones por la vía de la asociación, la alianza, la fusión o la adquisición por un comprador mejor preparado para hacer frente a los retos pendientes.

Sol Meliá ha protagonizado una importante operación reciente de integración horizontal mediante fusiones y adquisiciones al comprar Tryp y consolidarse como el gran grupo hotelero en España y convertirse en unos de los diez más importantes del mundo. Con anterioridad, analizando la trayectoria de Gabriel Escarrer, fundador del grupo, hay otras operaciones de similar índole, que han supuesto un gran impulso en la expansión del grupo, como es la compra de Hoteles Meliá y la de los hoteles que pertenecieron en su momento a Rumasa, en el proceso posterior de reprivatización. Por su parte la cadena NH Hoteles ha tomado una participación minoritaria en la cadena de hoteles italiana Jolly, primer paso en su expansión europea, siguiendo en la misma dirección con las operaciones más recientes de Krasnapolsky y Astron –a través de fusiones y adquisiciones las dos últimas-.

3.2.5.5. Integración diagonal.

Bajo esta fórmula de integración las empresas participan en actividades relacionadas, con el afán de reducir costes y acercarse a sus consumidores. El desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación favorece la integración diagonal de las empresas ya que su utilización permite identificar más fácilmente a su grupo de consumidores e integrar la producción de los servicios ofrecidos. En el ámbito hotelero

español, Barceló también es aquí una buena referencia por haber protagonizado en 1998 una *joint venture* con Argentaria y Fomento de Construcciones y Contratas. La nueva empresa hotelera resultante fue Grubarges, que abarcaría todo el proceso productivo de la actividad hotelera, la dirigida al cliente final, aprovechando la complementariedad de las actividades de las tres empresas. FCC, a través de su filial Grucycsa se encargaría de la construcción de hoteles que pasarían a formar parte de la cadena, Argentaria se encargaría de la financiación de los proyectos, aportando asimismo la actividad de la inmobiliaria Gesinar (tenía nueve establecimientos), mientras Barceló se encargaría de la gestión de los hoteles (aportando de entrada dos a la nueva sociedad Grubarges).

Otro caso a presentar sería el de NH Hoteles, que planteó una OPA sobre la totalidad del capital de la inmobiliaria Sotogrande. Asimismo, NH mantiene una alianza con otra inmobiliaria, el grupo americano Equity International, para el desarrollo conjunto de proyectos en América Latina. Por su parte, la cadena Occidental se ha rodeado de socios financieros, como La Caixa y Mercapital, dándoles entrada en su accionariado.

3.2.5.6. Fusiones y adquisiciones.

La fusión es el acuerdo de unión entre dos o más empresas para crear una nueva a la que aportan todos sus recursos, disolviendo las empresas anteriores. En la adquisición una empresa compra una participación de otra suficientemente amplia como para dominarla o bien compra la totalidad de dicha empresa, quedando abierta la posibilidad de que ambas conserven su personalidad jurídica. En cuanto a la absorción se produce una adquisición y desaparece la empresa adquirida, cuyo patrimonio recae en manos de la adquirente, que suele conservar su identidad. Desde el punto de vista del análisis estratégico serían opciones análogas. En efecto, a este respecto, algunas empresas españolas han protagonizado operaciones de gran envergadura en el terreno de las fusiones y adquisiciones de empresas hoteleras, ocupando las primeras posiciones por volumen entre las operaciones realizadas en 2000[8].

[8] La única excepción no española en esas primeras posiciones del ranking de operaciones de fusión y adquisición en el sector hotelero en el ejercicio de 2000 corresponde a la británica Whitbread Plc, que controla empresas elaboradoras y distribuidoras de bebidas, además de operar hoteles, restaurantes y bares. La operación se planteó con una hotelera, Swallow.

La operación de NH Hoteles con Krasnapolsky, la de Occidental con Allegro, la de Sol Meliá con Tryp y la de Barceló con Hampstead Group son los ejemplos a los que nos estamos refiriendo. Unos meses después de la operación mencionada, NH Hoteles compró la cadena alemana Astron, en concreto se hizo con el 80% de su capital, con opción a acceder al 20% restante. Una operación más pequeña, anterior pero también interesante es la que desarrolló Sol Meliá en Croacia al adquirir el 100% del capital de la empresa Croatian Hotels & Resorts Management y que convierten a Sol Meliá en la cadena hotelera más importante en Croacia al acaparar aproximadamente el 50% de las plazas hoteleras del país.

Las cadenas hoteleras con marcas prestigiosas pueden financiarse a un coste de capital más bajo que el de sus competidores con marcas más débiles, hecho que ha provocado el lanzamiento de numerosas OPAS de las primeras sobre las segundas (Martorell y Mulet, 2003). Sin embargo, en el caso planteado entre NH Hoteles y Hesperia, la situación parece justo la contraria, con Hesperia, marca más débil intentando controlar a NH. Incluso cierta similitud con esta última podría encontrarse en las operaciones realizadas antes entre NH Hoteles y sus competidoras europeas Krasnapolsky y Astron (marcas más fuertes en Europa que NH en el momento de la compra).

De hecho, se han producido una serie de operaciones de estas características de gran trascendencia para las empresas españolas implicadas, quizás todavía pocas en número, pero para las que dichas operaciones en las que han sido protagonistas han significado un fuerte impulso en su trayectoria de expansión internacional.

Ramón (2001) hace un repaso a la literatura existente sobre fusiones y adquisiciones, aplicable al sector hotelero. Las inversiones con el objeto de adquirir activos intangibles creados, como *know how* o imagen de marca, tienden a materializarse a través de adquisiciones (Campa y Guillén, 1996a, 1996b). Por otro lado, el proceso de internacionalización de una empresa a través de adquisiciones aporta a la empresa entrante en el mercado extranjero un conjunto de recursos no disponibles en el mercado local, a un menor coste que el de llegar al mercado extranjero en solitario, partiendo de cero (Cuervo, 1999). Para el sector hotelero, las razones para afrontar una adquisición vienen de la necesidad de llegar al mercado global más eficientemente, explotando

mejor los avances tecnológicos, protegiendo o consolidando sus posición actual en el mercado, diversificando su gama de activos o evitando que sea un competidor quien adquiera activos capaces de mejorar su posición competitiva (Kundu, 1994). Para Wilson (1988), las empresas caracterizadas por una elevada diversificación productiva, limitada experiencia exterior y reciente implantación en países desarrollados son más susceptibles de expandirse a través de adquisiciones. Por su parte, Myro (1999), apunta que los determinantes de los procesos de fusiones y adquisiciones vienen ligados a las necesidades de reestructuración empresarial, de productos, procesos, mercados y localizaciones, ante un entorno crecientemente competitivo, explicando una buena parte de las adquisiciones transnacionales. El estudio realizado para el sector hotelero en Estados Unidos por Kim y Olsen (1999) prueba que la reciente ola de fusiones y adquisiciones que tiene lugar en el sector responde en primer lugar a un objetivo de crecimiento, aunque no fue así en los primeros años del decenio de los noventa, cuando se vivió un proceso de sucesivas operaciones de fusión y adquisición motivado por recortar costes a través de reestructuraciones empresariales. Por todo ello, se intuye un carácter dinámico en las motivaciones que determinan los procesos de fusión y adquisición empresarial.

Parece imperar en la actualidad la motivación de la creación de valor para la empresa (Cuervo, 1999) No hace mucho tiempo, la palabra clave en los círculos de la alta dirección era "reestructuración". Ahora, es "crecimiento". Sin embargo, no se trata de cualquier tipo de crecimiento. Lo que los altos directivos quieren conseguir es el crecimiento sostenido y rentable (Seurat, 2000). Ya lo apuntan Kim y Mauborgne, (1997) en su estudio en el que afirman que el corazón del sistema se denomina "innovación de valor". Sin innovación de valor, no se puede soportar un crecimiento sostenible.

¿Qué es la innovación de valor? Seurat (2000) aduce que es un nuevo análisis de la forma de volver a combinar la cadena de valor de la empresa de modo que se genere un valor exclusivo que sea reconocido por el cliente, para lo que se emplean tres instrumentos de puesta en práctica: la matriz PMS, la curva de valor y el proceso justo (Kim y Mauborgne, 1997). "La innovación de valor es, en sí misma, una reacción contra el modelo de ventaja competitiva de Michael Porter. Cuando Porter escribió su

libro clásico a principios de los años ochenta, nos encontrábamos en un período de recesión y estancamiento. En aquella época se jugaba a la participación en el mercado, el bajo coste o la diferenciación y la ventaja competitiva: observar a los competidores, tratar de ganarles, tratar de ser mejor que ellos, diferenciarse, tener un coste bajo, desarrollar una cadena de valor exclusiva, etc. ¿Qué hicieron las empresas? Todas se lanzaron a ofrecer más, a mejorar, a ser más rápidas y a hacer evaluaciones competitivas. Sin embargo, después cayeron en la trampa competitiva: si todo lo que se intenta hacer es dar otra vuelta de tuerca a los procesos, se acaba pasándose de rosca" (Seurat, 2000, p. 9).

Por supuesto, no se puede dejar de observar a los competidores. Pero tampoco se puede tratar de imaginar siempre dónde va a ir el mercado atendiendo a lo que hacen los competidores. Se debería tratar de ofrecer a los clientes soluciones novedosas, darles una respuesta a preguntas que no han planteado. Ése es el valor de la ruta de la innovación. Reconocer que la innovación de valor es una aportación esencial de la empresa convierte a esa innovación en una capacidad básica que le permitirá financiar su vía al futuro en la Economía del Conocimiento del siglo XXI. (Seurat, 2000).

3.2.5.7. La cooperación entre empresas.

3.2.5.7.1. Las alianzas estratégicas.

Se considera alianza estratégica a un acuerdo de largo plazo entre empresas rivales, que va más allá de las transacciones normales de mercado, pero sin alcanzar las condiciones de un proceso de fusión (Chekitan y Klein, 1993). En el sector hotelero incluyen empresas de diferentes subsectores como proveedores, agencias de viajes, empresas de alquiler de coches, empresas inmobiliarias o instituciones financieras. Se trata del establecimiento de vínculos corporativos de especial trascendencia para compañías de reducida dimensión especialmente, porque les ofrecen protección frente a competidores, reforzando su posición y permitiendo en ocasiones el crecimiento de dichas compañías, particularmente las del sector turístico, que actúan en mercados cada vez más globales.

3.2.5.7.2. Las *equity joint ventures* como alianzas estratégicas.

Se trata de un acuerdo mediante el cual dos o más empresas independientes deciden crear una compañía nueva con personalidad jurídica propia, en la que las creadoras participan accionarialmente. Las *joint ventures* pueden tener lugar entre empresas del mismo país, llamándose *joint ventures* nacionales, o pueden darse entre empresas de diferentes países, lo que daría lugar a la aparición de *joint ventures* internacionales. Frente a otras formas de cooperación entre empresas, en una *joint venture* las participantes se comprometen más al crear una nueva empresa en la que participar y dirigir, comprometiendo activos en la aventura empresarial para tratar de lograr unos objetivos. El reparto de los resultados se hará en función de las aportaciones realizadas.
Existen *joint ventures* horizontales, llevadas a cabo por empresas competidoras para operar en el mismo mercado que las creadoras.

Pero también pueden darse *joint ventures* entre empresas situadas en distintos niveles de la cadena productiva y la empresa resultante actuará en uno de los niveles, por lo que se hablará de una *joint venture* vertical. Tal y como se ha mencionado más arriba, el sector hotelero español nos ofrece ejemplos de *equity joint ventures*, entre las que cabe destacar la creación del tour operador Viva Tours por parte de Sol Meliá e Iberia, hito en la historia del sector turístico español al aunar los esfuerzos de dos líderes en sus respectivos segmentos de actividad. También podemos incidir en la creación de Grubarges por parte de Barceló, FCC y Argentaria. Asimismo, encontramos el más reciente de los ejemplos por el que Sol Meliá, Barceló, Iberostar y Telefónica crearon Hotelnet, un portal B2B en Internet para el sector hotelero. La participación más importante en dicha iniciativa corresponde a Sol Meliá y Telefónica, que acaparan respectivamente un 24,5% de la *joint venture*. Barceló aporta un 10% e Iberostar un 8%, mientras que el resto del capital se abrió a otros posibles interesados como ocurrió con AC Hoteles, Fiesta, H10, Husa, Grupo Piñero, Hesperia, Catalonia, Mac y Med Playa.

También podemos mencionar la iniciativa de Caixa Galicia, Ibercaja y Sa Nostra que se han aliado con el tour operador alemán Condor y Neckerman (C&N) para crear Inversora de Hoteles Vacacionales, S.A. Por último, cabe mencionar el caso de Iberostar y Neckerman, que hace ya algún tiempo crearon la empresa conjunta Hispano Alemana

de Management Hotelero, S.A, en la que participan al 50%, dedicada al negocio hotelero, o un caso similar como es la creación de la empresa Riusa II, S.A. por parte de Riu y el también tour operador alemán TUI, para dedicarse también a la actividad hotelera, al igual que el caso de este mismo operador internacional (TUI) al formar con la cadena hotelera Grupotel la *joint venture* Grupotel II. Asimismo, existen ejemplos de *joint venture* internacionales en las que hoteleras españolas han buscado sinergias con empresas de los países a los que se dirigían en su proceso de internacionalización. H 10 Hoteles realiza su primera incursión internacional mediante la compra del 60% de una sociedad dominicana propietaria del complejo.

Blau Hoteles adquiere el 51% de la propiedad de su primer complejo hotelero en el extranjero en República Dominicana. Vista Sol se asocia con un inversor italiano en su primer proyecto de inversión en la República Dominicana.

Ramón (2002b y 2002c), al explicar la incidencia de la fórmula *joint venture* en la internacionalización de las empresas hoteleras, afirma que la inversión directa en forma de *joint venture* es utilizada por las empresas españolas de forma casi exclusiva para las primeras incursiones internacionales a destinos culturalmente cercanos y por parte de empresas con intereses gestores y patrimoniales.

El caso de la creación de la cadena Excellence Hotels & Resorts para abrir hoteles en el Caribe es fruto de la colaboración entre Prinz Hoteles y Viva Hotels, ambas cadenas españolas con afán internacionalizador canalizado a través de dicha *joint venture*.

La entrada de Barceló en Cuba de la mano de Grubarges para construir un hotel en la isla tiene lugar a través de una *joint venture* con Cubanacan, empresa perteneciente al Estado cubano, que asume el 50% del capital de la nueva empresa y con un empresario español que ha invertido en numerosos proyectos turísticos en Cuba, Enrique Martinón, que controlaba el 15% del proyecto[9]. Posteriormente, llegan los pactos con otras empresas públicas cubanas como Gaviota y Gran Caribe, para desarrollar más proyectos hoteleros en la Isla. Por su parte, Blau Hotels constituyó la sociedad mixta Cubanablau, S.A., al 50% junto a Cubanacan para construir varios hoteles en Cuba, a cambio de quedarse con la gestión de dichos establecimientos durante 50 años[10].

No directamente vinculada con el negocio hotelero pero sí con el hostelero está la operación de NH Hoteles, que se alió con Caja Madrid para la creación de una nueva empresa conjunta, Ahora, S.L., para la explotación de restaurantes.

3.2.5.8. Crecimiento contractual.

3.2.5.8.1. Franquicia.

Es una fórmula de cooperación entre empresas mediante la cual el franquiciador cede a los franquiciados el derecho a la comercialización de determinados productos y/o servicios, a cambio de determinadas compensaciones económicas. El sector hotelero ha sido referencia en la incorporación de la franquicia a su negocio, introduciendo a través de esa modalidad de cooperación, hoteles nuevos y ya existentes a una red de establecimientos que operan bajo la misma marca y método productivo.

[9] Bien es cierto que parece ser la más indicada vía para acceder a una inversión hotelera en Cuba. La base jurídica para las inversiones extranjeras en Cuba es la ley nº 77 (Ley de Inversiones Extranjeras) de 5 de septiembre de 1995. Esta ley cubana prevé tanto la formación de una *joint venture* (empresa mixta) como la participación extranjera hasta el 100% (empresa de capital totalmente extranjero), así como los contratos de asociación económica internacional. La ley nº 77 regula también la adquisición de propiedades. En su capítulo 6 se autoriza la adquisición de propiedades u otros derechos efectivos para los inversionistas cuando el inmueble se utiliza para personas físicas no cubanas o como oficina para personas jurídicas extranjeras. Por disposición de las autoridades cubanas se suspendió en mayo de 2000 hasta nuevo aviso la comercialización de objetos inmuebles. No se incluyen aquí los contratos ya existentes o los proyectos en construcción.

[10] En ocasiones, la incursión accionarial adquiere un carácter obligatorio para la hotelera, a cambio de conseguir el contrato de gestión del establecimiento.

La empresa que concede la franquicia o franquiciador debe tener una buena reputación e imagen corporativa por lo que su modo de proceder al frente del negocio hotelero y su marca es anhelada por otras empresas que disponen o van a disponer de un establecimiento hotelero. Mediante un acuerdo con la primera, estas últimas pueden convertirse en franquiciadas. La relación está sometida a evaluaciones periódicas por parte del franquiciador que velará por mantener el respeto adecuado a sus señas de identidad y la organización adecuada, según sus estándares, del proceso productivo.

Una de las cadenas hoteleras pioneras en la utilización de franquicias fue Holiday Inn, hoy integrada en Six Continents PLC. La cadena, en su afán por expandirse rápidamente en el mercado estadounidense, optó por los contratos de franquicia que le ofrecían esa posibilidad de crecimiento más dinámico. La estrategia de adquisiciones ralentizaba el ritmo de expansión por ser mucho más gravosa para la compañía. En la actualidad, las cadenas que han apostado por la expansión vía franquicia son las que han demostrado mayor capacidad de crecimiento. Así, las siete cadenas hoteleras más grandes del mundo por número de habitaciones son a su vez las siete mayores franquiciadoras.

La fórmula, muy extendida entre empresas anglosajonas, especialmente estadounidenses, no ha tenido el mismo impacto en Europa. En particular, las cadenas hoteleras españolas han venido basando su estrategia de crecimiento esencialmente en la propiedad de los establecimientos hoteleros de su cartera, si bien cada vez son más permeables ante otras modalidades de expansión, incluida la franquicia. Cadenas como Sol Meliá vienen utilizando discretamente esta modalidad de expansión desde 1988 hasta registrar en 2002 un 12% de franquicias en su cartera de hoteles y poco más del 9% de sus habitaciones se incorporan al grupo bajo esta modalidad. Por su parte, Barceló incorporó la fórmula en 1998 para su división de viajes, y muy recientemente, en 2002, para su negocio de hoteles, siendo Malta el primer destino en el que se planteó experimentar la fórmula de la franquicia, habiendo firmado contratos con posterioridad en Túnez y Marruecos.

Riu también se suma recientemente al grupo de las cadenas españolas interesadas por franquiciar establecimientos hoteleros, iniciando las operaciones de franquicia, como Barceló, en los mercados exteriores, eligiendo también Marruecos, así como Bulgaria.

Riu no descarta utilizar la modalidad de la franquicia en España, incluso más intensamente que en el exterior. En la actualidad, sus focos de atención para la franquicia son Andalucía y Canarias, preferiblemente en establecimientos que operan bajo la modalidad de *resort* y régimen de todo incluido. Por su parte, Iberostar no ha firmado ningún contrato de franquicia hasta el momento pero mantiene una posición abierta al surgimiento de oportunidades en ese terreno, no descartando la posibilidad de firmar algún contrato. Sin embargo, cadenas como AC Hoteles vienen manifestando su resistencia a crecer recurriendo al contrato de franquicia, declarando su falta de interés por este tipo de expansión que menoscaba, a su juicio, la capacidad de control de la empresa sobre sus establecimientos.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.2.5.8.2. *Management contract* o contrato de gestión.

Un contrato de gestión hotelera es esencialmente un acuerdo entre las compañías propietaria y gestora donde esta última explota el hotel (EIU, 1995). Se podría decir que a través del acuerdo, una cadena hotelera se obliga a gestionar un hotel, en nombre y por cuenta y riesgo del titular del establecimiento (Pérez Moriones, 1998). El propietario del inmueble no toma ninguna decisión de tipo operacional, pero asume responsabilidades relativas al capital y asume el riesgo de la operación, el servicio de la deuda y las responsabilidades del capital circulante (Eyster, 1993), por lo que recibe beneficios residuales después de gastos. "El contrato de gestión ha entrado de lleno en las operaciones hoteleras, invadiendo el terreno abandonado del arrendamiento" (Martorell y Mulet, 2003 p. 115).

De nuevo las primeras incursiones de las cadenas hoteleras en una nueva modalidad contractual las encontramos en Estados Unidos con el caso de la cadena Hyatt en los años setenta. El nivel alcanzado por los precios de los terrenos y los de la construcción, así como un panorama poco favorecedor para endeudarse por el incremento de los tipos de interés hipotecarios, lleva a la compañía a experimentar con el contrato de gestión, lo que le permite trasladar el riesgo de la inversión al propietario del inmueble, así como intensificar la capacidad de crecimiento de la cadena y conseguir economías de escala.

También la cadena Hilton Hotels Corporation apostó por los contratos de gestión. Incluso decidió la venta del 50% de seis de sus hoteles de mayor capacidad a Prudential Insurance Company of America en 1975 y continuó operando sus hoteles mediante un contrato de gestión. Con los ingresos obtenidos por la venta disminuyó su riesgo y parte de su deuda a largo plazo, por lo que se saneó financieramente la compañía.

En la actualidad, siguen siendo compañías americanas las que se sitúan muy por delante del resto en la formalización de contratos de gestión. En general, se observa que las cadenas que han apostado por esta fórmula no han experimentado el crecimiento de las que han optado por la franquicia como vía de expansión. Cinco de las cadenas líderes en contratos de gestión están entre las diez más grandes del mundo por número de habitaciones. En la actualidad, la cadena líder mundial en contratos de gestión es Marriott International, cuya rápida expansión comenzó en 1995 al adquirir el 49% de las acciones de la prestigiosa cadena hotelera Ritz Carlton Hotel Company, mientras en 1996 adquiría Renaissance Hotels y duplicaba su capacidad fuera de Estados Unidos.

Por la parte europea, el mejor ejemplo sería el de Accor, que posee más de 500 hoteles en contrato de gestión. En España, lejos de esa realidad, de nuevo aparece Sol Meliá liderando el sector si consideramos que es la cadena española que está percibiendo más nítidamente la importancia de los contratos de gestión y apostando por ellos, siendo en estos momentos su principal estrategia de crecimiento –más del 48% de las habitaciones del grupo están operadas bajo esta modalidad-, debido fundamentalmente a la incorporación en el año 2000 de los hoteles de la cadena Tryp, todos ellos operados bajo esa forma contractual.

Cuadro 3.11.

Objetivos de los operadores, propietarios y prestamistas en los contratos de gestión
OBJETIVOS DEL PROPIETARIO
▪ Ingresos anuales de la operación ▪ Apreciación del capital ▪ Gestión adecuada, calidad en el producto y mercado apropiado ▪ Influencia en la gestión y operación ▪ Flexibilidad para vender o refinanciar
OBJETIVOS DEL OPERADOR
▪ Presencia en el mercado y cuota del mercado ▪ Calidad y buen estado del establecimiento ▪ Tasas por su gestión ▪ Máxima discreción y prudencia en la gestión Estabilidad a largo plazo ▪ Posibilidad de financiación por parte del propietario
OBJETIVOS DEL PRESTAMISTA
▪ Cubrir el servicio anual de la deuda ▪ Ratio de ingresos adecuado ▪ Calidad y hotel competitivo ▪ Influencia y protección sobre la inversión ▪ Flexibilidad en tiempos difíciles

Fuente: Eyster (1993), extraído de Ramón (2002b).

Al margen de Sol Meliá, también otras cadenas españolas están experimentando con mayor o menor intensidad la fórmula de expansión del contrato de gestión. Una de las que ha recurrido en mayor proporción es H10 Hoteles, de reciente creación y breve experiencia internacional, cuya apuesta actual es volcarse hacia la propiedad, mientras que su expansión se ha basado especialmente en la gestión de establecimientos propiedad de sus accionistas. También Barceló es gestora de varios de los establecimientos de su cartera, incluidos los de Grubarges, mientras Iberostar combina también la modalidad de expansión accionarial con la contractual.

Aparentemente, la utilización de los contratos de gestión presenta escasas desventajas para la operadora, si bien entre las existentes cabe mencionar el hecho de la difusión paulatina del conocimiento frente a lo que exige la inversión directa, por tanto conduciría a una pérdida de ventajas competitivas[11].

[11] Tal y como menciona Ramón (2002b), en algunos países en desarrollo se ha observado el surgimiento de un sector hotelero de carácter endógeno después de varias experiencias de multinacionales que venían operando en dichos países bajo contratos de gestión. Casos como Brasil, Singapur, o India serían ilustrativos del fenómeno mencionado.

3.2.5.8.3. Arrendamiento hotelero.

El contrato de arrendamiento consiste en el alquiler de un negocio hotelero por un periodo de tiempo, normalmente no inferior a tres años y susceptible de prórrogas automáticas. El objeto del contrato no es el establecimiento con sus instalaciones y pertenencias, sino el negocio que en él se desarrolla. El arrendador suele asumir el mantenimiento del establecimiento en las mejores condiciones mientras que el arrendatario es habitualmente una cadena hotelera que asume el proceso productivo y la identidad corporativa del hotel, encargándose de las reparaciones necesarias para la conservación del inmueble y sus instalaciones durante la vida del contrato.

BIBLIOTECA VIRTUAL

La fórmula de arrendamiento puede evolucionar hacia el leasing, normalmente sucede cuando la duración del contrato es de medio plazo, para que el arrendatario tenga opción de compra al final del contrato. NH Hoteles ha declarado su preferencia por este tipo de contratos, así como por la propiedad. Sol Meliá también los ha utilizado, representando algo más de un 13% de sus habitaciones. La empresa creada en 2001 por ex directivos de Tryp, High Tech Hoteles, basa su estrategia de crecimiento en el arrendamiento y los contratos de gestión, no siendo propietaria de ningún establecimiento.

3.2.5.9. Propiedad.

Se trata de la adquisición total o parcial del establecimiento hotelero. Su ventaja fundamental reside en el control que el propietario ejerce sobre el establecimiento de su propiedad, sobre todas las decisiones que le afecten y por tanto, todos los beneficios recaen en el propietario. Pero también todos los riesgos, comprometiendo asimismo muchos recursos financieros que son imprescindibles en esta estrategia de crecimiento, prácticamente inviable si hay que afrontar un crecimiento rápido, por lo que muy probablemente si hubiera sido la apuesta de las grandes cadenas internacionales, su capacidad de crecer se habría visto comprometida. Es, por tanto, la estrategia de crecimiento más lenta, menos rentable y tiene un enorme riesgo operativo y financiero.

Sin embargo, ha sido la fórmula preferida por buena parte de las cadenas hoteleras españolas, entre las que se encuentran Riu, Fiesta, Hesperia, NH Hoteles y AC Hoteles. Sol Meliá nunca ha abandonado dicha estrategia y aún hoy afecta al 28% de su cartera de habitaciones. También ocurre en el resto de Europa donde las cadenas más importantes como Accor han basado su expansión, al menos en las etapas iniciales, en la propiedad de sus establecimientos. Bien es cierto que la propia Accor anunció para 2002 la apertura de más de 200 establecimientos, reduciendo las inversiones del grupo frente al ejercicio anterior, gracias a su apuesta por las franquicias y los contratos de gestión. En Estados Unidos, Hilton Hotels Corporation ha ido prescindiendo de hoteles en propiedad, representando ahora sólo una pequeña parte en su cartera. Starwood Hotels & Resorts también conserva en propiedad algunos establecimientos.

3.2.5.10. El *branding*.

Representa una fórmula de crecimiento basado en una marca o marcas que permiten la fidelización de la clientela. Así, las empresas que desarrollan una marca con una intensa fidelidad están en cierto modo, aisladas de los efectos promocionales de los competidores (Kotler, 1996). El prestigio de una marca es un elemento clave para la expansión internacional de una cadena, especialmente a través de contratos de franquicia y gestión, ya que resulta más sencillo llegar a un acuerdo con los propietarios de los hoteles.

Si una marca es identificada con unos parámetros de servicio y gestión internacionalmente, la expansión de la cadena es más fácil en los mercados internacionales. Quizás así se explicaría la escasa internacionalización de cadenas como Cendant Corporation, primera cadena del mundo por número de habitaciones, o Choice Hotels International, también entre las primeras. Ambas carecen de una importante marca internacional. Se trata de una de las grandes debilidades del sector hotelero español que no ha dado con la estrategia adecuada para garantizar una buena penetración de sus marcas. Quizás NH Hoteles, apostando por una única marca para todos sus establecimientos ha conseguido o trata de hacerlo, la fidelización de muchos

de sus clientes. En realidad, se trata de una preocupación creciente entre las hoteleras españolas.

3.2.6. Modalidades de expansión internacional del sector hotelero español.

Siguiendo a Ramón (2001) se va a proceder a plantear un perfil comparativo entre las formas de expansión internacional de las cadenas hoteleras españolas internacionalizadas y las cadenas hoteleras internacionales. Los principales rasgos diferenciadores serían los siguientes:

BIBLIOTECA VIRTUAL

- La utilización que hacen las hoteleras españolas del contrato de gestión se sitúa por encima de la que desarrollan las empresas extranjeras, lo que conduce a pensar que la estrategia internacional del sector hotelero español busca el reparto de costes por encima de la toma de posiciones de control. Dunning y McQueen (1982b) apuntan que los contratos de gestión difunden de algún modo *el know how* de la multinacional, se trata de una forma de crecimiento que permite el control de activos y operaciones por parte de la multinacional.
- En relación con el comportamiento del sector hotelero mundial, el español presenta escasa preferencia por la creación de *joint ventures*. La propiedad parcial de un establecimiento implica menores recursos financieros y menor riesgo en la operación. Sin embargo, significa compartir el control y *el know how* en el servicio.
- Mientras el sector hotelero internacional apenas utiliza el arrendamiento de inmuebles como fórmula expansiva, es una modalidad a la que las hoteleras españolas recurren bastante más[12].
- El aspecto esencial en la diferenciación del comportamiento internacional de las hoteleras españolas frente a las internacionales es la débil utilización de la franquicia como modalidad expansiva. Sin embargo, tal y como incrementan su

[12] Mientras Ramón (2001) afirma que se trata de una fórmula que se podría asimilar con el arrendamiento financiero con opción a compra o leasing, tratándose de una modalidad con la que operaba en 1978 el 12,2% de la industria hotelera con tendencia decreciente, tal y como apuntan Dunning y McQueen (1981a, 1982a, 1982b), no habiéndose registrado por la literatura posterior, cabe pensar, si atendemos a los planes puestos de manifiesto por algunas hoteleras españolas, que puede producirse un resurgimiento de la modalidad de arrendamiento financiero con opción de compra o leasing en los próximos años.

experiencia internacional, las hoteleras del mundo parecen decantarse menos por franquiciar (Contractor y Kundu, 1998a,1998b), siendo consistente la actitud con lo planteado en 1977 por Johanson y Vahlne. El caso español es diferente ya que los grupos más experimentados internacionalmente presentan una mayor tendencia a la expansión por medio de franquicia. Ello hace peculiar la estrategia de crecimiento exterior del sector hotelero español y fuerza a la autora cuyas reflexiones seguimos a argumentar más allá sobre cuáles serán las razones de ese comportamiento atípico para el sector hotelero español en relación con el internacional.

- Los grandes grupos hoteleros internacionales han experimentado con la fórmula de la franquicia en su estrategia de expansión nacional antes de lanzarse a los mercados exteriores, lo que les ha permitido disfrutar de una mayor experiencia y reconocimiento de marca. Ello iría en línea con lo apuntado por Kundu (1994) en el sentido de que la franquicia se centra en multinacionales bien establecidas internacionalmente que proceden de países con un gran flujo emisor de turistas.
- La inversión institucional americana confió y apostó por esta forma de crecimiento empresarial, mientras en Europa el sector se encuentra fragmentado y tropieza con enormes dificultades para entender el concepto de franquicia en territorios de gran diversidad cultural.
- Siguiendo a Williams (1995), no se plantea del mismo modo una franquicia de hoteles urbanos que una de hoteles vacacionales. El modelo urbano es más proclive a franquiciar servicios como las reservas o el marketing. Éste el caso de buena parte de las franquicias en el mundo. El segmento vacacional, clave en la expansión internacional de las hoteleras españolas, tiene más dificultades para ser franquiciado, al carecer generalmente de centrales de reservas y donde el marketing suele ser realizado por el operador turístico.
- El mayor volumen de actividades que se desarrolla en un establecimiento vacacional dificulta el adecuado control de calidad por parte del franquiciador y encarece los costes de auditoría de las actividades (Mathewson y Winter, 1985).

Cuadro 3.12.

Régimen de explotación de los hoteles en el extranjero de las cadenas españolas internacionalizadas (2001)

Grupo	Hoteles en el extranjero	% Propiedad	% Gestión	% Explotación	% Alquiler
SOL MELIA	162	9.26	84.57	0.62	5.56
NH HOTELES	132	3.79	13.64	81.82	0.76
BARCELO-GRUBARGES	81	58.02	37.04	4.94	0.00
RIU	38	44.74	36.84	13.16	5.26
OCCIDENTAL	32	12.50	87.50	0.00	0.00
IBEROSTAR	30	0.00	100.00	0.00	0.00
RENTHOTEL	14	0.00	100.00	0.00	0.00
IFA-CREATIVE	12	100.00	0.00	0.00	0.00
HOTETUR	11	0.00	63.64	0.00	36.36
FIESTA	8	87.50	12.50	0.00	0.00
HUSA	7	0.00	14.29	0.00	85.71
HESPERIA	5	80.00	0.00	20.00	0.00
SEASIDE	4	0.00	100.00	0.00	0.00
VINCCI	4	0.00	0.00	0.00	100.00
A HOTELS	3	66.67	33.33	0.00	0.00
BEST	3	0.00	33.33	66.67	0.00
HOTUSA	3	66.67	0.00	0.00	33.33
PIÑERO	3	0.00	100.00	0.00	0.00
BLAU HOTELES	2	0.00	50.00	50.00	0.00
CATALONIA	2	50.00	0.00	50.00	0.00
GRUPO GARDEN	2	0.00	0.00	0.00	100.00
SIRENIS	2	50.00	50.00	0.00	0.00
STABOTEL	2	0.00	100.00	0.00	0.00
AC HOTELES	1	100.00	0.00	0.00	0.00
CLUB PARADISE	1	0.00	0.00	0.00	100.00
COTURSA	1	0.00	100.00	0.00	0.00
EGATUR	1	0.00	0.00	100.00	0.00
EMPERADOR	1	0.00	0.00	100.00	0.00
GR HOTELES	1	100.00	0.00	0.00	0.00
H10	1	100.00	0.00	0.00	0.00
HOT HLG	1	0.00	100.00	0.00	0.00
IBERSOL 93	1	0.00	0.00	100.00	0.00
MAC	1	0.00	0.00	100.00	0.00
PARTNER	1	0.00	100.00	0.00	0.00
PRINCESS	1	0.00	0.00	0.00	100.00
PRINZ	1	100.00	0.00	0.00	0.00
ROYAL PREMIER	1	0.00	0.00	100.00	0.00
SILKEN	1	0.00	100.00	0.00	0.00
TREBOL	1	100.00	0.00	0.00	0.00
TURICOMPLEX	1	100.00	0.00	0.00	0.00
VISTA SOL	1	100.00	0.00	0.00	0.00
VIVA	1	100.00	0.00	0.00	0.00
TOTALES	**581**	**21.51**	**51.12**	**22.03**	**5.34**

Fuente: elaboración propia a partir del Anuario Hostelmarket 2002 e información de las empresas.

Cuadro 3.13.

Régimen de explotación de los hoteles en España de las cadenas españolas internacionalizadas (2001)

Grupo	Hoteles en España	% Propiedad	% Gestión	% Explotación	% Alquiler
SOL MELIA	179	41.90	26.26	0.56	31.28
NH HOTELES	98	33.67	17.35	22.45	26.53
BARCELO-GRUBARGES	31	80.65	12.90	6.45	0.00
RIU	58	60.34	6.90	31.03	1.72
OCCIDENTAL	12	16.67	66.67	8.33	8.33
IBEROSTAR	31	12.90	87.10	0.00	0.00
RENTHOTEL	2	100.00	0.00	0.00	0.00
IFA-CREATIVE	9	100.00	0.00	0.00	0.00
HOTETUR	46	26.09	60.87	0.00	13.04
FIESTA	34	23.53	52.94	23.53	0.00
HUSA	57	15.79	26.32	5.26	52.63
HESPERIA	29	68.97	10.34	17.24	3.45
SEASIDE	4	75.00	0.00	25.00	0.00
VINCCI	4	0.00	0.00	0.00	100.00
A HOTELS	1	100.00	0.00	0.00	0.00
BEST	18	5.56	11.11	77.78	5.56
HOTUSA	28	60.71	21.43	10.71	7.14
PIÑERO	10	80.00	0.00	20.00	0.00
BLAU HOTELES	5	20.00	40.00	40.00	0.00
CATALONIA	34	91.18	0.00	8.82	0.00
GRUPO GARDEN	14	71.43	7.14	14.29	7.14
SIRENIS	11	72.73	27.27	0.00	0.00
STABOTEL	2	0.00	100.00	0.00	0.00
AC HOTELES	33	48.48	36.36	9.09	6.06
CLUB PARADISE	1	0.00	0.00	100.00	0.00
COTURSA	7	0.00	100.00	0.00	0.00
EGATUR	5	20.00	80.00	0.00	0.00
EMPERADOR	1	0.00	0.00	100.00	0.00
GR HOTELES	2	100.00	0.00	0.00	0.00
H10	30	63.33	23.33	6.67	6.67
HOT HLG	18	38.89	55.56	0.00	5.56
IBERSOL 93	6	66.67	0.00	33.33	0.00
MAC	7	0.00	42.86	57.14	0.00
PARTNER	21	0.00	23.81	23.81	52.38
PRINCESS	16	100.00	0.00	0.00	0.00
PRINZ	7	42.86	14.29	42.86	0.00
ROYAL PREMIER	4	100.00	0.00	0.00	0.00
SILKEN	18	66.67	11.11	16.67	5.56
TREBOL	2	0.00	50.00	50.00	0.00
TURICOMPLEX	24	45.83	20.83	12.50	20.83
VISTA SOL	4	50.00	0.00	0.00	50.00
VIVA	15	100.00	0.00	0.00	0.00
TOTALES	**938**	**45.42**	**26.01**	**12.26**	**16.31**

Fuente: elaboración propia a partir del Anuario Hostelmarket 2002 e información de las empresas.

Frente a lo que sucede cuando se trata de crecer en territorio español, las cadenas españolas optan mayoritariamente por los contratos de gestión en su expansión internacional. Para sus hoteles en España prefieren la propiedad de los inmuebles, mientras que para incorporar establecimientos a la cadena en el exterior, la propiedad total o parcial del establecimiento es equiparable en su importancia entre las hoteleras españolas a otros regímenes de explotación como la franquicia. Lo cierto es que esta última es una modalidad de crecimiento que buena parte de las hoteleras españolas no contemplan o no lo han hecho hasta periodos muy recientes. Sin embargo, para grupos como Best se trata de la vía mayoritaria tanto en su estrategia de crecimiento nacional como internacional. IFA-Creative, por el contrario, es propietaria total o parcial de todos sus establecimientos y no considera otras alternativas de explotación.

Las mayores cadenas hoteleras españolas con actividad internacional combinan diferentes regímenes de explotación de sus establecimientos, tanto en España como en el exterior. Es el caso de Sol Meliá, NH y Riu. Barceló, por su parte, no contaba con ningún establecimiento en régimen de arrendamiento en 2001 ni en su oferta española ni internacional. Tampoco Occidental en su expansión exterior utiliza alquileres o regímenes de explotación diferentes de la propiedad o los contratos de gestión e Iberostar, que actúa así en España, sólo utiliza contratos de gestión en su estrategia de expansión internacional, aunque más recientemente parece contemplar también la propiedad total o parcial, al igual que sucede con su oferta española.

3.3. Características del proceso de internacionalización y su financiación.

Como ya se ha afirmado en otras partes de este estudio, el desarrollo hotelero español que surge como consecuencia del turismo de masas del que España participa a partir de la década de los sesenta, encuentra un aliado financiero en el Banco Hipotecario de España, si bien, ante la escasez de los recursos proporcionados por dicha entidad, fue el capital proveniente de los tour operadores europeos una fuente esencial de recursos para el avance del sector en España, más allá de las fórmulas de autofinanciación a las tuvieron que recurrir buena parte de los empresarios que aspiraban a convertirse en hoteleros o lo eran ya de forma incipiente. Para los tour operadores, España se conformaba como un país barato, cercano y con excepcionales recursos turísticos vacacionales. De esta manera, y salvando los problemas asociados tanto al posicionamiento de un destino estrechamente ligado a operadores turísticos extranjeros, como a la política de precios máximos imperante (Cals, 1974), España da los primeros pasos en el desarrollo de un *know-how* hotelero propio.

Al mismo tiempo, España se desarrolla como un destino turístico de masas y el sector hotelero español inicia un proceso de acumulación de capital que más tarde se encaminará hacia la búsqueda de destinos con menor estacionalidad y costes laborales, dando lugar a la extensión del desarrollo turístico a Canarias. Luego llegaría el momento para algunas cadenas, de seguir avanzando en la búsqueda de nuevos destinos que ofrecieran oportunidades alternativas a las existentes en España y se planteó la necesidad de salir al exterior.

En general, la expansión internacional de la mayoría de las hoteleras españolas tiene lugar con posterioridad a la crisis económica y turística que se vive a finales de la década de los ochenta y más intensamente en los primeros años noventa. La recesión, a pesar de los acontecimientos de 1992 (Juegos Olímpicos en Barcelona y Expo en Sevilla) que mantienen al sector turístico español en una situación menos difícil de lo que habría resultado en otras circunstancias, viene provocada por una inadecuación de la oferta española a la evolución de la demanda turística internacional (Espasa, 1996). También conviene tener en consideración la apreciada situación de la peseta y el mantenimiento de diferenciales positivos de inflación frente a los países desarrollados.

En este marco, se registran consecuencias importantes que marcaron el inicio de la expansión hotelera española más allá de nuestras fronteras.

La realidad de la hotelería española después de 1992 era la de una reducción drástica de la demanda, con un importante incremento de la oferta surgida al calor de los acontecimientos del 92, circunstancia que llevó inmediatamente a una reducción de los precios, a la quiebra de negocios hoteleros escasamente consolidados. Las entidades financieras se vieron enfrentadas al incremento de impagados y a embargos hoteleros ejecutados. A partir de esa situación, los bancos realizaron una función dinamizadora del mercado hotelero buscando gestores con experiencia que pudieran poner al frente de los negocios, realizando transacciones que les permitieran seguir cobrando las hipotecas, por lo que muchos profesionales del sector accedieron a gestionar su propio negocio, creando empresas que crecieron y protagonizaron la expansión exterior del sector a partir de la recuperación económica de mediados de la década de los noventa.

Pero también la situación crítica que vivió el sector al inicio del decenio de los noventa había llevado a la banca a convertirse en un propietario importante de instalaciones hoteleras en España. Operaciones como el nacimiento de Grubarges están conectadas con esa realidad. La inmobiliaria Gesinar, de Argentaria, disponía de inmuebles a los que dar una utilización y el acuerdo con Barceló permitía dicha salida.

Cabe suponer que los hoteleros españoles aprendieron de la crisis vivida la delicada situación en la que podían llegar a encontrarse al concentrar toda su oferta en un único mercado. Por ello, inician una etapa de diversificación de la oferta de acuerdo con las tendencias que se registran en la demanda, que parecía orientar sus preferencias hacia destinos más lejanos y exóticos, en lo que al segmento vacacional se refiere. La liberalización del transporte aéreo contribuye a facilitar a precios más ajustados el desplazamiento de viajeros a destinos más alejados de su lugar de origen. Las actividades de intermediación turística comercializan nuevos destinos y dinamizan así el proceso internacionalizador del sector hotelero vacacional.

La dinámica globalizadora en la economía mundial también tendrá su aportación al proceso. Las empresas españolas de la práctica totalidad de los sectores productivos

acceden a nuevos mercados exteriores en la década de los noventa y con ello provocan cada vez mayor número de desplazamientos de ejecutivos que deben viajar hasta allí donde sus empresas actúen. Dicha situación contribuirá a la toma de decisiones de expansión internacional de algunas cadenas hoteleras españolas. Seguir asistiendo a sus clientes tradicionales en los nuevos destinos de su actividad. Ello justificaría los primeros pasos internacionalizadores en la hotelería urbana española, situándose la cadena NH Hoteles al frente de ese proceso[1].

Uno de los principales retos que el sector turístico en general y el sector hotelero en particular contemplan para los próximos años es la internacionalización de las empresas que en ellos operan. Como consecuencia de esa realidad, estamos asistiendo al desarrollo de procesos de concentración de empresas que operan en distintos subsectores con el fin de estar presentes en los distintos ámbitos de la actividad turística aprovechando sinergias, beneficiándose de economías de escala y consiguiendo un recorte sustancial de costes.

Hasta hoy el sector que ha sido pionero en la internacionalización turística es sin duda alguna el sector hotelero y, en cierta medida, la justificación de esa realidad la encontramos en la creciente presencia española en el mercado emisor internacional.

Según los datos proporcionados para el ejercicio de 2001 por el anuario Hostelmarket, los principales grupos hoteleros de capital nacional son propietarios o gestionan en el extranjero un total de 581 hoteles, mayoritariamente en áreas vacacionales y turísticas del Caribe, sin olvidar que en los últimos años se observa un proceso creciente de expansión en el segmento de hoteles urbanos en el continente europeo y, asimismo, aunque con menor intensidad, en Estados Unidos.

[1] Parece significativo constatar que la práctica totalidad de las cadenas españolas con presencia en la hotelería urbana han iniciado su expansión internacional, de acuerdo con los postulados de la UNCTAD (1981) que apuntaban el sesgo urbano de la actividad hotelera internacional. Es en este segmento donde las cadenas españolas se enfrentan a un marco más competitivo, tanto en su propio país –donde también tienen presencia las principales operadoras internacionales- como en los mercados exteriores.

La cadena Sol Meliá es el grupo con mayor presencia internacional de entre los españoles y gestionaba 162 hoteles en 30 países más allá de su presencia en el mercado español en 2001. La verdadera intensificación de sus actividades internacionales se produce muy recientemente, fundamentalmente en la década de los noventa y concretamente a partir de 1997 –una vez se ha producido su salida a Bolsa y se ha abordado una importante reestructuración en la organización de las actividades del grupo-, si bien en los albores de los años ochenta ya había creado su división internacional en un intento por localizar puntos geográficos que pudieran ser buenos receptores de los conocimientos acumulados en el sector turístico español. El primer resultado de ese esfuerzo fue la construcción del Hotel Sol Bali en Indonesia.

BIBLIOTECA VIRTUAL

La segunda posición en la clasificación de las compañías atendiendo a su presencia en mercados internacionales la ocupa NH, que gestiona 132 establecimientos en el exterior, seguido por Barceló, que cuenta con 81 hoteles fuera de las fronteras españolas.

En 2001, el país que contaba con más hoteles gestionados por compañías españolas era la República Dominicana, con 70 establecimientos, seguido de Alemania, país que contaba con 68 hoteles administrados por empresas españolas, México con 59, Túnez con 50, Cuba con 34 –pese a los inconvenientes que se generaron como consecuencia de la Ley Helms-Burton-, Brasil y Holanda con 25 establecimientos cada uno.

Las empresas turísticas españolas pueden aportar la experiencia adquirida en un mercado de referencia en el ámbito turístico como es el español y parecen dispuestas a poner su "*know-how*" a disposición de los países que empiezan a contar con una industria turística emergente. Además, las nuevas tecnologías de la comunicación parecen actuar como revulsivo para las empresas españolas a la hora de ampliar su red logística hacia el exterior.

Cuadro 3.14.

Presencia hotelera española en el extranjero 2001

Cadena	Número de Países en los que está presente
SOL MELIA	30
NH	16
BARCELO-GRUBARGES	18
RIU	9
OCCIDENTAL	7
IBEROSTAR	8
RENTHOTEL	8
IFA-CREATIVE	4
HOTETUR	3
FIESTA	4
HUSA	2
HESPERIA	2
SEASIDE	2
VINCCI	1
A HOTELS	1
BEST	2
HOTUSA	2
PIÑERO	2
BLAU HOTELES	2
CATALONIA	2
GRUPO GARDEN	1
SIRENIS	1
STABOTEL	1
AC HOTELES	1
CLUB PARADISE	1
COTURSA	1
EGATUR	1
EMPERADOR	1
GR HOTELES	1
H10	1
HOT HLG	1
IBERSOL 93	1
MAC	1
PARTNER	1
PRINCESS	1
PRINZ	1
ROYAL PREMIER	1
SILKEN	1
TREBOL	1
TURICOMPLEX	1
VISTA SOL	1
VIVA	1
TOTAL	50

Fuente: Hostelmarket 2002.

Cuadro 3.15.

Distribución de los hoteles de cadenas españolas por países en 2001

República Dominicana 70	BARCELO 19 FIESTA 4 CATALONIA 1 COTURSA 1	OCCIDENTAL 11 HOTETUR 3 PRINCESS 1 PIÑERO 1	RIU 8 BEST 2 VIVA 1 PRINZ 1	IBEROSTAR 5 SIRENIS 2 RENTHOTEL 1 VISTA SOL 1	SOL MELIA 5 H10 1 BLAU 1
Alemania 68	NH 49	SOL MELIA 12	IFA 4	SEASIDE 3	
México 59	NH 13 IBEROSTAR 5 ROYAL PREMIER 1	SOL MELIA 11 HOTETUR 5	OCCIDENTAL 7 RENTHOTEL 2	BARCELO 6 FIESTA 2	RIU 5 PIÑERO 2
Túnez 50	SOL MELIA 17 RENTHOTEL 3 CLUB PARADISE 1	RIU 11 OCCIDENTAL 2	IBEROSTAR 8 GARDEN 2	VINCCI 4 NH 1	FIESTA 1
Cuba 34	SOL MELIA 22 OCCIDENTAL 1	IBEROSTAR 3 BARCELO 1	HOTETUR 3 BLAU 1	RIU 2	NH 1
Brasil 25	SOL MELIA 22	BARCELO 2	NH 1		
Holanda 25	NH 25				
Bélgica 22	NH 17	STABOTEL 2	SOL MELIA 1	CATALONIA 1	HUSA 1
Portugal 20	SOL MELIA 14	RIU 3	NH 1	EGATUR 1	TRÉBOL 1
USA 20	BARCELO 18	RIU 2			
Costa Rica 19	BARCELO 8	OCCIDENTAL 6	SOL MELIA 5		
Andorra 13	HUSA 6 IBERSOL-93 1	A HOTELS 3 HOT HLG 1	BEST 1	SILKEN 1	
Venezuela 12	BARCELO 6	HESPERIA 4	SOL MELIA 2		
Austria 11	NH 6	IFA 3	HOTUSA 2		
Italia 11	IFA 4 AC HOTELES 1	SOL MELIA 3	HOTUSA 1	RENTHOTEL 1	FIESTA 1
Argentina 9	NH 7	SOL MELIA 1	EMPERADOR 1		
Bulgaria 9	RIU 5	IBEROSTAR 3	IFA 1		
Francia 9	SOL MELIA 8	GR HOTELES 1			
Croacia 8	SOL MELIA 7	IBEROSTAR 1			
Cabo Verde 7	BARCELO 5	RENTHOTEL 1	TURICOMPLEX 1		
Colombia 7	SOL MELIA 7				
Indonesia 7	SOL MELIA 7				
Suiza 7	NH 6	SEASIDE 1			
Turquía 7	BARCELO 3	SOL MELIA 2	IBEROSTAR 2		
Grecia 5	IBEROSTAR 3	SOL MELIA 1	RENTHOTEL 1		
Marruecos 5	SOL MELIA 4	IBEROSTAR 1			
Caribe Anglosajón 4	OCCIDENTAL 4				
Panamá 4	BARCELO 3	SOL MELIA 1			
Filipinas 3	BARCELO 3				
Maldivas 3	RENTHOTEL 3				
Malta 3	SOL MELIA 1	BARCELO 1	NH 1		
Uruguay 3	SOL MELIA 1	BARCELO 1	NH 1		
Egipto 2	SOL MELIA 1	PARTNER 1			
Guatemala 2	SOL MELIA 1	BARCELO 1			
Reino Unido 2	SOL MELIA 1	HESPERIA 1			
Tanzania 2	RENTHOTEL 2				

Chile 1	NH 1	**Malasia 1**	SOL MELIA 1
Chipre 1	RIU 1	**Nicaragua 1**	BARCELO 1
Ecuador 1	BARCELO 1	**Perú 1**	SOL MELIA 1
Ghana 1	NH 1	**República Checa 1**	BARCELO 1
Honduras 1	BARCELO 1	**Sudáfrica 1**	NH 1
Jamaica 1	RIU 1	**Tailandia 1**	SOL MELIA 1
Líbano 1	SOL MELIA 1	**Vietnam 1**	SOL MELIA 1

Fuente: Hostelmarket, 2002

De entre las opciones estratégicas de crecimiento de las empresas hoteleras en el exterior aparecen como posibilidades la inversión directa, los contratos de gestión, las franquicias y las *joint-ventures*, ya que la exportación no puede adecuarse a la naturaleza de las empresas turísticas. El sector presenta rasgos que condicionan la naturaleza de sus procesos de internacionalización. Destacan entre ellos el grado de integración cliente proveedor (Vandermerwe y Chadwick, 1989), la importancia del factor humano y la necesidad de mantener cierto control sobre la actividad.

Dwyer y Forsyth (1994) planteaban la imposibilidad de obviar la importancia de los aspectos financieros en la inversión hotelera en el exterior.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.3.1. La globalización en la captación de fondos.

Fueron los mercados financieros americanos los primeros en abastecer de recursos financieros al sector hotelero local. La inversiones hoteleras presentas características coincidentes con otras inversiones inmobiliarias, protegen a largo plazo contra la inflación, ofrecen unos ratios de depreciación acelerada y deducciones fiscales de los intereses hipotecarios, razón por la que captaron a muchos inversores institucionales y del segmento de la construcción, dada su facilidad para repercutir en el cliente final las presiones inflacionistas del sector, situación ésta que diferencia la inversión en hoteles de la realizada en otros inmuebles como las oficinas (Gallagher y Mansour, 2000). Así el mercado de capitales expone a la actividad hotelera a la necesidad de rendir cuentas ante sus inversores exigiendo mejoras en productividad y beneficios, sin menoscabo de la diversificación de riesgos, lo que constituye un fuerte impulso en la expansión del sector hotelero, que accederá a nuevos mercados y a fórmulas de gestión más flexibles. Este panorama caracteriza la evolución de las hoteleras americanas durante los decenios de los setenta y ochenta.

Pero la recesión de los primeros noventa, la introducción de regulaciones específicas en los mercados inmobiliarios de Estados Unidos y la reducción de las tasas de inflación, introducen cambios en dicho escenario (Olsen *et al*, 1991). El sector hotelero presentaba exceso de capacidad y ratios de ocupación más bajos, lo que provocó desconfianza y

mayores dificultades de acceso al crédito, con una caída en el ritmo de incorporación de nuevas instalaciones, provocando como reacción fundamental la proliferación de operaciones de fusiones y adquisiciones y otras fórmulas de cooperación para alcanzar mejores posiciones de acceso a los capitales por parte de las empresas hoteleras, sin detener el proceso de globalización de su actividad. La coyuntura afianza los procesos de separación de la actividad de gestión hotelera de la propiedad de los inmuebles. El segundo lustro de la década de los noventa nos ofrece un panorama de recuperación de la confianza en un sector renovado, que va a disponer de nuevas oportunidades de acceso a la financiación.

En Europa el panorama es diferente. Un sector hotelero fragmentado que ha puesto especial énfasis en la consolidación nacional en mercados mucho más reducidos, lo que dificulta el planteamiento de operaciones de fusión transnacionales o incluso la proliferación de las alianzas entre grupos de diferentes países, enfrentado a mercados financieros menos profundos y desarrollados que los americanos, menor tradición de búsqueda de recursos fuera del ámbito empresarial de la hotelera, ya que las cadenas han tendido a recurrir en lo posible a la autofinanciación y han contado en general con escasa implicación de agentes financieros en sus procesos de expansión, unido a un panorama de creciente integración económica y monetaria y a un entorno de gran competencia a escala global, han forzado ciertos cambios en el panorama tradicional.

Siguiendo básicamente a Ramón (2002b), que recopila diferentes implicaciones para un sector hotelero enfrentado a la globalización de la competencia por captar fondos, destacamos:

1.- Un proceso de transmisión de riesgos desde los inversores o propietarios a los operadores hoteleros, ya que aquellos han endurecido los procesos negociadores de su participación en el sector, presionando para obtener beneficios remuneradores del capital invertido en el negocio hotelero, asegurándose en lo posible el éxito de su inversión.

2.- La proliferación de estructuras organizativas y de gestión más flexibles y complejas que facilitan un crecimiento más dinámico del sector, manteniendo su posición relativa en el mercado, lo que facilita el acceso a la financiación.

3.- Los avances tecnológicos se generalizan en el sector hotelero, contribuyendo a dinamizar su expansión, conformándose como una de las ventajas competitivas más significativas, actuando como reclamo de nuevos inversores, posicionando mejor a la actividad hotelera en nuevos entornos de captación de recursos financieros.

4.- Los mercados de valores favorecen la posición dominante de las grandes compañías al tiempo que el acceso a la financiación en forma de bajos costes de capital se ha convertido en una fuente de ventajas competitivas (McConnell y Summers, 1997).

5.- La creciente presión impuesta sobre los resultados empresariales tenderá a ser más efectiva en economías desarrolladas y disminuirá la tendencia a invertir en las áreas más desfavorecidas del planeta (IH&RA, 1998).

6.- Las cadenas pequeñas y los hoteles independientes se sitúan en una posición de desventaja al convertirse en susceptibles de ser adquiridos por empresas de mayor dimensión (Krause y Slattery, 1996).

7.- La realidad del sector hotelero nos sitúa en un marco de crecientes operaciones de integración y alianzas de muy diversa índole conducentes a la consolidación de la posición de mercado de empresas inmobiliarias e instituciones financieras en el sector hotelero.

8.- A pesar del panorama dibujado como consecuencia de los problemas de los mercados inmobiliarios, particularmente americanos, en los últimos años ochenta y primeros noventa, presentándonos una creciente separación entre la propiedad hotelera y la operativa del negocio, que llevó a muchas empresas hoteleras a dividir empresarialmente su negocio, la tendencia actual es la contraria, conducente de nuevo a la integración de actividades en el seno de una misma compañía hotelera, lo que

probaría lo afirmado por Singh y Kwansa (1999) en relación con el comportamiento cíclico de la financiación hotelera.

La situación del sector hotelero español, que comparte buena parte de los rasgos apuntados para la hotelería europea, presenta ventajas desde el punto de vista de la constatada tradición de cooperación transnacional por tratarse de un sector desarrollado al amparo de grandes grupos del sector turístico europeo, muy en especial del ámbito de la intermediación que, a pesar de los inconvenientes de la dependencia, puede afrontar más respaldadamente su necesaria expansión internacional.

Mientras que es difícil afirmar hoy la existencia de un sector hotelero consolidado en el mundo si atendemos a la idea de consolidación de Cuervo (1999) como correspondiente a un sector en el que disminuye el número de competidores y existen movimientos hacia un mercado de competencia oligopolística, la consolidación del sector financiero parece probada y con ello la reducción de agentes dispuestos a facilitar recursos a las diferentes actividades. Dicha situación favorece, sin embargo, a las grandes compañías de alojamiento, en detrimento de las más pequeñas, favoreciendo un proceso de concentración creciente en el sector, que va a afectar también, indudablemente, a las cadenas hoteleras españolas.

La estructura de un mercado consolidado vendría caracterizada por la influencia de las acciones de los líderes sobre el resto de las empresas otorgando ventajas al que actúe primero. Asimismo, existiría riesgo de entrar en guerras de precios. Para sobrevivir en este entorno sin ostentar la posición de líder, una empresa iría posicionándose en nichos concretos de mercado. A partir de este planteamiento, y considerando que la economía internacional en su conjunto se encuentra consolidada tal y como defienden autores como De la Dehesa (2000), no resulta difícil imaginar que es un proceso del que no va a sustraerse el sector hotelero internacional, más si atendemos al criterio de que desarrolla una actividad de carácter global, por encima de otras muchas. Sin embargo, a pesar de la creciente concentración que vive el sector hotelero, todavía hoy no existe un agente dominante en los mercados hoteleros mundiales, ni siquiera claros síntomas de oligopolio si se tiene en cuenta que la hotelera más importante del mundo, la estadounidense Cendant Corporation, no alcanza el 10% de la oferta global de

habitaciones hoteleras en el mundo, concentrando más del 90% en Estados Unidos. No obstante, parece más probable asistir a un panorama de competencia oligopolística en el sector hotelero en ámbitos locales, más que en entornos nacionales o mundiales.

La financiación de la expansión internacional del sector hotelero español contempla diferentes modalidades y realidades empresariales diversas. Desde la decisión adoptada hace unos años por Sol Meliá, separando sus negocios inmobiliarios y de gestión, numerosas cadenas españolas han seguido su ejemplo, especializándose en la gestión y buscando socios inversores que se hagan cargo de la financiación de los inmuebles, o bien buscando hoteles independientes que les cedan la gestión de sus establecimientos. A través de esta estrategia, las cadenas han podido acelerar su expansión y han aprovechado las sinergias existentes con sus socios. La reciente proliferación de los contratos de gestión nos ha permitido observar cambios de titularidad de algunos establecimientos, cuya gestión empieza a ser disputada por numerosos grupos hoteleros.

Otro ejemplo es el de la hotelera Grubarges, que contó con la financiación de Argentaria, formando parte de su accionariado. Los tres socios de Grubarges constituyeron dos divisiones dentro de la compañía. Por un lado, Grubarges Inversión, sociedad patrimonial propietaria de los establecimientos y canalizadora de las inversiones. Por otro, Grubarges Gestión, responsable de la gestión de los hoteles. El proyecto contemplaba la posibilidad de, transcurrido un plazo, sacar a cotización bursátil a Grubarges, para poder seguir financiando la expansión internacional de la compañía que opera en Europa y América. Así, el grupo Barceló (accionista de Grubarges) obtuvo dos importantes socios financieros para poder acelerar el crecimiento de su división hotelera. Pero FCC (Fomento de Construcciones y Contratas) y Argentaria también salieron beneficiadas ya que la primera veía cumplida su aspiración de entrar en el sector turístico mientras Argentaria daba salida a un patrimonio inmobiliario con el que se había hecho como consecuencia de los problemas económicos de los primeros años noventa, que afectaron muy especialmente al sector inmobiliario y de la construcción.

Otra forma de separar propiedad y gestión para conseguir una estructura financiera más adecuada ha sido la de NH. NH Hoteles toma participaciones en el capital de Jolly

(italiana), Krasnapolsky (holandesa) y Astron (alemana). Para llevar a cabo las últimas operaciones se ha desprendido de algunos hoteles, comprados por Ponte Gadea (Amancio Ortega), que la cadena NH sigue gestionando.

El empresario gallego asimismo ha tomado una participación en el capital de NH Hoteles y la OPA reciente de Hesperia contra NH Hoteles lo ha llevado a reforzar su posición hasta convertirse en accionista de referencia de la cadena. Los ingresos obtenidos por la venta de dichos hoteles eran necesarios para NH en su importante impulso expansivo en Europa que ha tenido lugar desde 2001.

Occidental Hoteles, por su parte, ha incorporado a su accionariado a La Caixa, en un intento de garantizarse el respaldo financiero necesario para afrontar sus planes de expansión. Asimismo, la empresa de capital riesgo Mercapital es accionista de Occidental, convirtiéndose en otra garantía financiera, quizás menos conservadora que la anterior, con la que se asegura recursos suficientes para impulsar con garantías su proyecto de crecimiento.

Una de las teorías aducidas para justificar la estrategia de las fusiones o adquisiciones entre empresas es la teoría de la eficiencia (Trautwein, 1990) por la que las fusiones o adquisiciones se desarrollan para obtener sinergias financieras, operativas y de management. Las sinergias financieras son fruto de la disminución del riesgo de las inversiones, cuando se trata de diversificaciones no relacionadas. Por otro lado, el incremento del tamaño puede facilitar el acceso a capitales cuyo coste sea menor, aumentando también la capacidad de endeudamiento.

Las sinergias operativas se obtienen cuando se pueden utilizar a la vez las capacidades operativas de las empresas participantes en la operación. Las sinergias en *management* permiten la obtención de los beneficios propios de unir las capacidades y habilidades de los directivos que se incorporen tras la fusión.

Quizás las razones de carácter financiero han sido las más utilizadas y las que han motivado más literatura, si bien es cierto que parece haber evidencias empíricas de que la estructura resultante de la fusión o adquisición no ha gozado de los beneficios

financieros supuestos e incluso se ha colocado en peor posición que la existente para las empresas antes de la operación de fusión o adquisición (Ravenscraft y Scherer, 1989; Caves, 1989).

Por su parte, en el caso del sector hotelero, la mejora del valor de la empresa desde el punto de vista accionarial, por un lado, y la identificación de un proceso de fusión como una forma de ampliar la capacidad de la empresa a un menor coste que desarrollando nuevos equipamientos o activos físicos, por otro, serían razones que avalarían dichas operaciones (Kim y Olsen, 1999). Así se entendería que el exceso de oferta hotelera a finales del decenio de los ochenta llevara a los operadores hoteleros a comprar establecimientos en lugar de construir nuevos hoteles, al considerar que se podían plantear adquisiciones muy por debajo de su coste real (Martorell y Mulet, 2003).

3.3.2. El mercado intraempresa de recursos financieros en la empresa multinacional.

El mercado interno de recursos financieros está compuesto por las asignaciones que se producen en el ámbito interno de una empresa multinacional (Durán y Lamothe, 1985). Los mercados internos tienen relaciones con los mercados externos de bienes y servicios, factores de producción y financieros con el objeto de asignar los posibles excedentes que se produzcan o adquirir los recursos que no estén disponibles dentro del sistema de la empresa multinacional.

La expresión más general de flujos financieros internos serían los llamados precios de transferencia o precios internos que surgen como contrapartida de los flujos de bienes, servicios, conocimientos y recursos humanos. Según sea el tipo de flujo real que los haya producido, los precios de transferencia adquieren diversas denominaciones. Los nacidos a raíz de los flujos de conocimiento son los royalties y comisiones por asistencia técnica. De la circulación de recursos humanos y servicios aparecerían como contrapartida las comisiones que recibe la matriz o la filial designada al efecto, desde las distintas empresas dependientes. Los flujos financieros que son resultado de flujos de productos intermedios suelen ser los que atienden al calificativo de precios de transferencia en sentido más estricto. Además de los mencionados, en una empresa

multinacional existen otros flujos financieros internos como son los derivados de ampliaciones de capital en las filiales, junto con los dividendos correspondientes, así como los préstamos entre matriz y filiales o entre filiales y los consiguientes pagos por intereses y amortizaciones de los mismos.

Al margen de los flujos financieros internos, la empresa multinacional realiza operaciones con el sistema financiero local de la matriz y de las filiales, sin descuidar la posibilidad de acudir al sistema financiero internacional, lo que generará más flujos financieros. Asimismo, existe la figura de los flujos financieros de repatriación, indispensables en el sistema multinacional, que se producen desde las filiales a la matriz, considerando siempre las limitaciones que a ese respecto puedan venir impuestas por el entorno local en el que opera la matriz o por las prácticas de autofinanciación de la multinacional.

3.3.3. La estructura de la propiedad hotelera desde una perspectiva internacional.

Los hoteles han sido comprados, operados y transferidos tradicionalmente por individuos, a veces familias, especialmente en Europa y Asia. Otras veces, las operaciones han correspondido a compañías hoteleras operadoras. Hasta hace pocos años, no obstante, no eran objetivos habituales de inversión para los inversores institucionales, especialmente en entornos como el Reino Unido, donde los contratos de gestión conforman la habitual estructura operativa de los hoteles. Los principales inversores acusaban la carencia de conocimiento especializado del sector hostelero, haciendo más difícil la negociación de contratos de gestión.

En la Europa Continental, los rendimientos demandados por los inversores inmobiliarios habían sido más bajos que en el Reino Unido, lo que había facilitado a los operadores la entrada en arrendamientos con rentas garantizadas a menor nivel del exigido en el Reino Unido. Ha habido, por tanto, más inversión institucional con la fórmula operativa del arrendamiento, donde el inversor no tiene participación alguna en la operativa del hotel. Los inversores asiáticos y americanos también se han sentido más

cómodos con el sector y en sus modelos de localización de propiedades han incluido más frecuentemente a los hoteles.

Cierto número de factores han hecho de la propiedad de hoteles algo mejor aceptado en la actualidad como objetivo de inversión. Dichos factores incluyen la reducción de los retornos en el resto de mercados inmobiliarios, especialmente oficinas, coincidiendo con un periodo de fortaleza del comportamiento hotelero; los incrementos en la disponibilidad de financiación; la presión sobre las compañías operadoras del sector hotelero para crecer, con el evidente resultado de impulsar su deseo de participar en operaciones de arrendamiento; y el nacimiento de ciertos vehículos diferentes en la propiedad de los establecimientos.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.3.3.1. Cambios en la estructura de la propiedad hotelera en Europa.

La venta de hoteles europeos ha crecido a una tasa media del 14% anual desde 1991 intensificándose dicho proceso a partir de 1994 en que la tasa media se ha situado en el 29%. Este fenomenal crecimiento es el resultado de una seria de factores coincidentes que han conducido a un cambio en la estructura de la propiedad en el continente.

La inversión individual en hoteles en Europa es una realidad de toda la década de los 90 que culmina con un record de 2,3 millardos de euros invertidos en 2000 en el Reino Unido y Europa continental. Este volumen de transacciones, que no incluye fusiones y adquisiciones ni actividad de las carteras de inversión, ha sido causa y consecuencia de un significativo cambio en los esquemas de propiedad en Europa.

En general, en términos de estructura de la propiedad del stock de hoteles, Europa está aún dominada por operadores-propietarios, por lo que una compañía (a menudo familiar) es propietaria, gestora y comercializadora de su propio hotel. Esta estructura se aplica aproximadamente al 71% de los hoteles europeos.

Este modelo general está empezando a registrar cambios, especialmente en el Reino Unido y Francia, habiendo tenido lugar ya una evolución en el estatus de los hoteles de

calidad que se convierten en objetivo de los inversores que tienen un origen diverso, desde fondos y bancos a compañías inmobiliarias, instituciones, canales especializados en inversiones hoteleras, así como los inversores más tradicionales (inversores individuales y propietarios-operadores).

Detrás del cambio hay una serie de factores a destacar:

- Un importante negocio para los hoteles, acompañado de mejoras en la rentabilidad de las inversiones, en una era de baja inflación, bajos tipos de interés y escasos rendimientos en los mercados de valores.
- Incrementos en las valoraciones de los hoteles, que superan ya los valores de las inversiones en oficinas (tradicionalmente objeto de elección para las instituciones).
- Proliferación de capitales disponibles en fondos alemanes y americanos así como capacidad de invertir en bancos europeo y americanos, incrementándose la demanda de oportunidades de inversión.
- Aumento de las fusiones y adquisiciones en el sector hotelero.
- Presión sobre las mayores compañías operadoras de hoteles para aligerar su patrimonio inmobiliario y rebajar así su deuda, concentrándose en el desarrollo de la marca para mejorar el valor de las acciones.
- Mayor competencia entre las operadoras de hoteles, flexibilizando su actitud sobre acuerdos operativos.
- Incremento de las operaciones amistosas de arrendamiento, con garantías o elementos vinculados a la facturación que permitan a las partes compartir el negocio (tradicionalmente la ventaja ofrecida por los contratos de gestión).
- Mejoras en la transparencia y el conocimiento de la industria entre sus principales participantes y consultores, por lo que muchos bancos europeos han creado equipos especializados en inversiones hoteleras.
- Desarrollo de canales especializados en inversión hotelera para aprovechar este conjunto singular de circunstancias.

Un espiral de demanda y oferta ha sido así creada, alimentada por los vendedores privados capitalizándose gracias a los históricamente elevados precios, para racionalizar sus carteras o buscando liquidez.

3.3.3.1.1. *Branding*.

La extensión de la propiedad hotelera ha tenido lugar conjuntamente con el crecimiento del *branding* en toda Europa, como resultado de la fortaleza del negocio hotelero desde mediados de la década de los noventa, mejorando la rentabilidad y rendimientos de las inversiones, y la mayor disponibilidad de financiación vía crédito o mercados directos.

Por un lado, los hoteleros independientes han sufrido la carencia de marcas reconocidas internacionalmente, lo que les ha apartado de una demanda creciente, rendimientos por habitación y rentabilidad en un ciclo claramente expansivo. Estos propietarios han estado más dispuestos a deshacerse de sus propiedades hoteleras en un periodo histórico de elevados precios.

Por otro lado, las mayores operadoras hoteleras, fundamentalmente americanas, no conseguían el capital necesario para crecer suficientemente rápido a través de operaciones de propiedad puras y durante muchos años han estado incrementando la presencia de sus marcas a través de fórmulas contractuales como los contratos de gestión y la franquicia. Esta tiene su reflejo en la distancia existente entre compañías esencialmente propietarias (PropCo) y las compañías básicamente operadoras (OpCo), que ha proliferado en los últimos años, notablemente puesto en evidencia con la separación del negocio de Marriott International como operadora pura de Host Marriott, propietaria de los inmuebles, materializando la separación entre "ladrillos" y "capacidad de gestión", tan favorecida por los mercados bursátiles.

Estas tendencias orientaron el crecimiento del sector hotelero con marcas prestigiosas en Europa, aunque solamente afectan al 19% del stock total de habitaciones en Europa (o el 27% de media en los cinco mayores mercados), en comparación con el 70% registrado en Estados Unidos. El potencial futuro del *branding* y la consiguiente

ampliación de la propiedad de hoteles en Europa es pues, considerable. Aunque muchos hoteles operados por su propietario en Europa son de pequeño tamaño y a menudo poco adecuados para el *branding*, otros presentan un perfil más adaptable a opera con contratos de franquicia, que les ofrece el beneficio de operar bajo una marca de reconocido prestigio sin renunciar a la propiedad y el control del establecimiento. Dicho panorama puede permitir a las familias propietarias-operadoras mejorar su negocio en un momento en que se exige inversión para dar a conocer y posicionarse mejor a través de unos estándares de marca.

Son los hoteles con marcas de calidad los que despiertan interés y pueden llegar a ser objetivo de un mercado de inversión más extenso. Algunos de ellos están todavía en manos de propietarios-operadores, pero otros han transferido la propiedad a inversores especializados o fondos.

3.3.3.1.2. Vehículos de inversión especializados en hoteles en Europa.

La aparición de canales especializados en inversión hotelera en Europa ha sido reciente y rápida. Se ha reflejado el desarrollo de estas entidades en Estados Unidos y su entrada en el mercado europeo se ha producido en los últimos años de la década de los noventa, cuando los grupos de inversión inmobiliaria americanos y las compañías especializadas en inversión hotelera como Strategic Hotel Capital empezaron a invertir activamente en hoteles europeos.

De hecho, sólo un gran partícipe europeo en el sector, Deutsche Interhotel, ha estado centrándose en hoteles durante más de siete años. La mayoría de las otras de las trece entidades principales de inversión europeas identificadas llevan activas cuatro años o menos, sobre todo con anterioridad al punto álgido del ciclo de negocio del sector.

Debido en parte a su reciente creación, los grupos inversores europeos son todavía pequeños en comparación con las grandes compañías hoteleras como Marriott International (operadora) o Hilton International (propietaria y operadora), o bien comparados con compañías de otros sectores. Sólo nueve de las trece instituciones

identificadas tenía una cartera valorada en más de 500 millones de euros, y solamente RBS posee una cartera cuyo valor supera un millardo de euros. Mirado de otro modo, los trece grupos más importantes sólo poseen 57.439 habitaciones, lo que representa aproximadamente un 1% del total de habitaciones de hotel en Europa. Ello sugiere la existencia de margen de crecimiento para las compañías inversoras si avanza suficientemente la separación entre la propiedad y la gestión hotelera.

Adicionalmente, el sector de propietarios especializados tiene un enfoque eminentemente local aún. Ninguna de las compañías posee hoteles fuera de Europa y muchas ni siquiera tienen un carácter europeo. RBS y MWB operan solamente en Reino Unido; Capona y Dividum sólo en Escandinavia; HEBV y Pandox sólo actúan en el norte de Europa. Encontramos sólo dos de las compañías estudiadas con hoteles en cinco o más países, lo que contrasta con la situación de las mayores operadoras del mundo, como Accor, Hilton, Marriott y Six Continents, con presencia en todos los continentes.

Un somero análisis de los principales grupos muestra, con la excepción de Hospitality Europe, su posible caracterización en tres categorías:

- Grupos hoteleros escandinavos, fundados mayoritariamente en los primeros años noventa, consecuencia de las ventas de propiedades acaecida, o bien como consecuencia de separaciones del negocio de grandes grupos de gestión escandinavos.
- Inversores británicos de *sale and leaseback*.
- Inversores institucionales que han centrado su actividad en hoteles como un componente importante de sus carteras, habiéndose especializado algunos en el sector hotelero.

3.3.3.1.3. Estructuras operativas.

Es interesante destacar que todos los grupos mencionados están centrados en el arrendamiento. Esta fórmula operativa es bastante habitual en Alemania, particularmente entre compañías hoteleras domésticas. Los fondos alemanes, que han dominado las inversiones en propiedad en Alemania durante años, operando en un marco fuertemente regulado, han sido relativamente conservadores, inversores pasivos. Ellos no favorecerán los contratos de gestión debido al riesgo y las restricciones regulatorias. Cuando empezaron a orientarse hacia las inversiones hoteleras ante la reducción de los rendimientos de las inversiones en oficinas hacia 1997-8, demandaron hoteles que funcionaran con arrendamientos de largo plazo (20-25 años) con renta garantizada. Dicha estructura es demasiado pasiva para los inversores americanos especializados en hoteles, quienes prefieren un papel más activo en las operaciones en las que participan, añadiendo valor a sus inversiones. Así, prefieren hoteles operados con contratos de gestión, donde el operador es remunerado con los márgenes acordados y el propietario, expuesto al ciclo del negocio, tiene un perfil más arriesgado con la expectativa también de mayores recompensas. De forma similar, algunos inversores europeos especializados en hoteles han preferido habitualmente adquirir hoteles operados bajo contratos de gestión ya que tenían el conocimiento y la experiencia para "gestionar al gestor" y maximizar los retornos de la inversión.

Los contratos de gestión han constituido la fórmula más utilizada habitualmente en el Reino Unido, reflejando la naturaleza especializada del sector y la escasez de un mayor rango de inversores institucionales hasta hace muy poco. No obstante, la fórmula no ha sido ampliamente aceptada en otros países europeos. Los contratos de gestión, sin embargo, ofrecen el mayor potencial de apreciación del capital y control sobre el mantenimiento de la propiedad, por lo que los propietarios inexpertos pueden mejorar ampliamente sus posibilidades de éxito contratando a un gestor activo y experto.

A pesar de los arrendamientos, las condiciones de los contratos de gestión en Europa tienden a tener un formato más homogéneo, pese a las variantes que pueden imponer las prácticas habituales de los países y las negociaciones concretas. Muchos de los nuevos entrantes en el mercado de la inversión hotelera han estructurado sus acuerdos de

arrendamiento o contratos de gestión con garantías mínimas, con el resultado de que esos acuerdos dominan ahora la industria.

¿Por qué se está produciendo este cambio? Las razones más obvias incluyen el mayor grado de conocimiento y capacidad de involucrarse requerido por un propietario al negociar un contrato de gestión. Son capacidades no necesariamente existentes en bancos de inversión o fondos, más dados a contratar analistas de inversiones que especialistas hoteleros. Al tiempo, el propietario está más expuesto a las fluctuaciones del ciclo del negocio mientras el gestor, pase lo que pase, continúa recibiendo sus honorarios.

BIBLIOTECA VIRTUAL

El desarrollo de estructuras operativas como el arrendamiento de acuerdo con la facturación, que efectivamente combina la seguridad del arrendamiento con el potencial del contrato de gestión, podría ser una solución perfecta. Para nuevos entrantes en el sector, especialmente instituciones financieras o inmobiliarias cotizadas, requiere menos vigilancia y mayor balance de riesgo.

El arrendamiento ha sido una parte esencial de los acuerdos *sale and leaseback* que han emergido en Europa en los tiempos recientes, por lo que las compañías operadoras de hoteles han podido vender sus propiedades mientras retenían su operativa de marca y los inversores han sido capaces de ampliar sus carteras de hoteles y acelerar su expansión en el sector. Los bancos están preparándose crecientemente para adquirir activos adecuados para arrendarlos a plazos relativamente largos.

Puede haber otro factor a considerar. Las compañías inversoras especializadas en hoteles con contratos de gestión han sido desarrolladas generalmente por accionistas con elevadas expectativas de rentabilidad, a menudo en plazos temporales relativamente cortos. En contraste, los inversores institucionales contarán generalmente con partícipes con perspectivas de largo plazo para sus inversiones, interesados en un perfil de riesgo más bajo e inferiores pero consistentes retornos.

Ello puede explicar el rápido crecimiento de la fórmula de arrendamiento en el periodo 1998-2001, cuando el sector hotelero gozaba de una buena salud y los inversores podían

temer una caída más que desear una mayor fortaleza. Sin embargo, cuando el impacto de la desaceleración y el 11-S deja su huella y el sector hotelero en Europa entra en una época de dificultades, los inversores pueden arrepentirse de la falta de incrementos significativos en los arrendamientos de hoteles y de nuevo buscar las opciones ofrecidas por los contratos de gestión.

Resulta crucial para el éxito a largo plazo de cualquier estructura es la claridad acerca de la responsabilidad de mantener y mejorar el activo. Superficialmente, los arrendamientos variables según facturación con garantías resultan atractivos, pero a no ser que existan pactos en el arrendamiento para mejorar el mantenimiento físico del activo, hay un incentivo para el operador para maximizar el beneficio neto operativo a través de minimizar costes y limitar el crecimiento en las rentas basadas en ingresos.

3.3.3.1.4. Tendencias futuras.

La ampliación de la propiedad hotelera a inversores no especialistas significa inevitablemente que las estructuras de arrendamiento continuarán jugando un importante papel en proporcionar una inversión más segura y atractiva. Al tiempo, es claro que los contratos de gestión seguirán siendo populares con propietarios experimentados y capacitados, lo que sería el caso particular de las propiedades trofeo y los compradores individuales de alto valor neto. Tales propietarios pueden tener un inesperado y a menudo impredecible patrón de inversión en activos hoteleros, y suelen estar motivados por el atractivo físico de la propiedad más que por las consideraciones financieras del negocio. Es imperativo que dichos propietarios disfruten de una relación cómoda con sus operadores, y frecuentemente tienen perspectiva internacional. Inversores de Oriente Medio, por ejemplo, que invierten a través de compañías o directamente, son propietarios de algunos de los 50 mayores hoteles del mundo.

Los fondos alemanes, que actualmente disponen de fondos para invertir en inmuebles en Europa (en parte debido a los pobres resultados de inversiones alternativas), seguirán invirtiendo en hoteles para cumplimentar su estrategia diversificadora. Para estas instituciones, los hoteles en arrendamiento ofrecen rentas seguras y de largo plazo,

mientras las oficinas están alquiladas al 100% por la duración total del arrendamiento. Los fondos alemanes tienen un potencial inversor de 400 millones de euros en el sector hotelero. No es sólo una fuente significativa de capital para el mercado hotelero europeo sino también para los mercados hoteleros internacionales.

3.3.4. Las grandes marcas hoteleras.

Siguiendo a Karp *et al* (2001), la globalización afecta notablemente al sector hotelero con las seis principales compañías controlando no menos de 46 marcas hoteleras. Alguien prodría argumentar que la verdadera razón del éxito de las marcas hoteleras en primera instancia – principalmente la diferenciación y un producto consistente- se está perdiendo, y las marcas se van asociando y formando conglomerados.

El perfil de las principales marcas ha cambiado respecto a la década de los 90 y se prevén movimientos en el futuro.

Revisando las principales compañías hoteleras en 1989 vemos un paisaje muy diferente al que se aprecia hoy en día. Holiday Corporation, con sus Holiday Inn, Ebassy Suites, Hampton Inns, Homewood Suites y Harrah's Casino Hotels, dominaba el panorama con 370.081 habitaciones en 1.900 hoteles. Poco después sería absorbido por Six Continents Hotels & Resorts.

Best Western ocupaba el segundo lugar con sus pequeños hoteles afiliados; 3.355 con una media de 77 habitaciones. Seguía otra franquicia, Prime Motor Inns Inc, cuyas marcas franquiciadas incluían Howard Johnson, Ramada (sólo en Estados Unidos), Rodeway, Holiday Inn, Sheraton, Days Inn, Marriot y Hilton.

Marriot Hotels & Resorts ocupaba la cuarta posición, con 542 hoteles, presentando uno de los planes de expansión más agresivos en esa época.

Cuadro 3.16.

Diez principales compañías hoteleras en 1989		
Empresa	**Hoteles**	**Habitaciones**
1 Holiday Corporation (Promus Cos)	1.900	370.081
2 Best Western	3.355	259.870
3 Prime Motor Inns	1.126	157.266
4 Marriott Hotels & Resorts	542	135.901
5 ITT Sheraton Corporation	454	134.400
6 Tollman-Hundley Hotels	1.015	127.993
7 Days Inn of America	951	120.725
8 Quality International	1.082	120.352
9 New World/Ramada	591	108.134
10 Accor	850	100.000

Fuente: Hotels Magacine, citado por Jones Lang Lasalle Hotels, 2001.

Cuadro 3.17.

Diez principales compañías hoteleras en 2000		
Empresa	**Hoteles**	**Habitaciones**
1 Cendant Corporation	6.455	541.313
2 Six Continents Hotels & Resorts	3.096	490.531
3 Marriot International	2.099	390.469
4 Accor	3.488	389.437
5 Choice Hotels Corp.	4.392	350.351
6 Hilton Hotels Corp.	1.895	317.823
7 Best Western International	4.065	307.737
8 Starwood Hotels & Resorts	738	227.042
9 Carlson Hospitality Worldwide	716	129.234
10 Hyatt Hotels / Hyatt International	201	86.711

Fuente: Hotels Magacine, citado por Jones Lang Lasalle Hotels, 2001.

Once años después, un número de operadores hoteleros han sido absorbidos por grandes entidades y otros han desaparecido. Nos referimos a finales de 2000, donde Cendant, el operador de la franquicia desarrollada en Estados Unidos, se sitúa en cabeza de la lista con aproximadamente 541.000 habitaciones. Las marcas de la franquicia Cendant incluyen Amerihost Inn, Days Inn, Howard Johnson, Knights Inn, Ramada, Super 8, Travelodge, Villager y Wingate Inns.

Six Continents Hotels & Resorts está en segunda posición y ha crecido en más de 430.000 habitaciones desde 1989, alcanzando un total de 490.531. Este crecimiento es atribuible a las adquisiciones de Holiday Corporation, Inter-Continental y Southern Pacific Hotel Corporation. En 2000 Six Continents ha adquirido la cadena Posthouse, añadiendo 12.300 habitaciones más a su cartera y con 2.300 millones de dólares americanos obtenidos por la venta de su negocio cervecero, el grupo parece destinado a situarse en cabeza en un futuro próximo.

Marriott International y Accor han basado su posición entre las mayores cadenas del mundo de nuevo vía adquisición de empresas importantes. Marriott se hizo con Ramada, Ritz Carlton y Renaissance, mientras que Accor compró Red Roof Inns y Motel Six 6, en Estados Unidos, Vivendi en Francia y All Seasons en Australia. Starwood ha reemplazado a ITT Sheraton después de su adquisición del grupo en 1998, comprando también Westin. Carlson Hospitality con sus marcas Radisson y Regent Country Inns & Suites también ha entrado entre los diez primeros[2].

Es interesante resaltar que los operadores de franquicias se mantienen entre las compañías hoteleras, con tres grupos de franquicias situados entre las diez primeras, que suman 1,2 millones de habitaciones, por lo que cabe preguntarse por la rápida expansión de los operadores de franquicias.

Los acuerdos de franquicias hacen posible que los propietarios mantengan el control operacional, mientras les proporcionan un instantáneo reconocimiento de marca y otros beneficios, que incluyen un sistema centralizado de reservas, una amplia cadena publicitaria, programas de fidelización de clientes, software de gestión, formación, compras centralizadas, acceso a una cartera de seguros ventajosos y servicios de consultoría.

Todos esos beneficios se consiguen a un precio mucho más barato y tienen un impacto más positivo que cualquier operación individual. Las retribuciones son, normalmente, una retribución inicial y subsiguientes retribuciones, como royalties, costes de reservas, gastos de marketing y de los programas de fidelización. De acuerdo con HVS, se puede

negociar un acuerdo de franquicia en Estados Unidos por 130.000 dólares americanos por 10 años. Varias cadenas de franquicias han introducido recientemente una agresiva estrategia de precios para tentar a los propietarios. Por ejemplo, Howard Johnson ha promovido una garantía de satisfacción de dos años y Choice Hotels International está ofreciendo a los franquiciados una rebaja y un acuerdo libre de royalties el primer año.

Los propietarios de hoteles pueden preferir también un acuerdo de franquicia frente a los tradicionales contratos de gestión porque el proceso suele ser más fácil de sacar adelante y las especificaciones del producto menos exigentes que en los tradicionales contratos de gestión. Esto es particularmente cierto en Europa, donde menos del 20% de los hoteles funciona bajo marca y aquéllos que permanecen como hoteles independientes son más acomodables a una red de franquicias que al encaje en una marca con los requisitos propios de las compañías hoteleras operadoras.

La posición de Cendant en la cumbre de la tabla evidencia la creciente popularidad de las marcas franquiciadas, que tienen un atractivo en el exterior. En general, las propiedades franquiciadas son más pequeñas, de menor escala y tienden a atender el segmento de menor gasto en el mercado del ocio. Como ilustración de lo apuntado, el tamaño medio de un hotel Cendant es de 84 habitaciones, comparado con la media de un hotel de Six Continents, con 158 habitaciones.

Tal y como se multiplican los acuerdos de franquicia, empiezan a aparecer más alianzas estratégicas. Por ejemplo, Whitbread reconoció que Marriott era la marca más apropiada para el Reino Unido, por lo que, en lugar de replicar la marca, negoció un acuerdo general de franquicias con Marriott para dicho país. Con ello, Marriott expandió su marca a una escala que no habría logrado bajo la base de la propiedad. Ambas partes ganaron con el acuerdo.

[2] En el verano de 2000, Sol Meliá adquirió Tryp Hoteles, con lo que entró en la clasificación de las diez empresas hoteleras más importantes del mundo por número de habitaciones en el puesto número diez, desplazando a Hyatt.

Los acuerdos de franquicia no se limitan puramente a los operadores de franquicias como Best Western y Cendant. Otras compañías operadoras de hoteles también adoptan esa vía de expansión de la marca, si bien esto no suele producirse hasta que los operadores alcanzan ciertos niveles de saturación con la representación de su propia marca. Por ejemplo, Starwood Hotels & Resorts no es partidaria de franquiciar sus marcas "W" o St Regis, mientras consideran la franquicia de Sheraton como un producto bien atrincherado en el mercado. Otro ejemplo es Marriott, que no franquiciará en Asia porque quiere mantener un férreo control sobre la marca y su imagen hasta obtener una masa crítica adecuada. Por ello, los acuerdos de franquicia son más importantes en Estados Unidos (donde el 70% de los hoteles son franquiciados) en comparación con lo que sucede en Europa o Asia.

Mientras continúe la globalización de las marcas, el argumento para franquiciar se hace más fuerte. Si se tienen en cuenta los elevados costes de desarrollar y establecer una marca, es difícil que surjan nuevos competidores en un futuro inmediato. Ello confiere a los operadores existentes hoy la oportunidad de cimentar su posición dominante en el mercado y obtener recompensa a través del incremento de las tarifas de los contratos de gestión mientras éstos se renuevan o amplían.

Mirando al futuro, mientras el mercado no esté saturado, los vínculos globales encuentran difícil mantener los niveles recientes de crecimiento a través de la expansión orgánica. Dada la naturaleza global del negocio hotelero, las compañías hoteleras se sienten probablemente más cómodas con la expansión más allá de las fronteras nacionales que cualquier otra industria. Estos dos factores continuarán dirigiendo la tendencia a la consolidación de la marca. Ha habido anuncios significativos persiguiendo la consolidación de la actividad en el futuro.

Six Continents es una compañía a observar, ya que después de la venta de su negocio de bebidas, está preparada para ampliar su cartera y pretende duplicar su número de habitaciones con el horizonte temporal de 2004. Su estrategia es el desarrollo de sus marcas, combinando adquisiciones, franquicias y acuerdos de gestión y busca comprar cuando se produzca un recorte de los precios. Las localizaciones en las que busca

establecimientos incluyen Estados Unidos y Asia, así como Alemania, Francia, España e Italia en lo que a Europa se refiere.

El desarrollo de Hilton puede tener especial trascendencia en el sector hotelero español. Después de haber mantenido conversaciones fallidas con Sol Meliá, otra compañía española, NH hoteles, con una importante presencia en varios mercados europeos, representa un posible objetivo para Hilton. Asimismo, en el actual clima de consolidación podría producirse la fusión entre la americana Hilton Hotel Corporation y la británica Hilton International.

En general, a pesar de la creciente consolidación global, algunas barreras de entrada al mercado se mantienen. El ejemplo más claro es el europeo, donde sólo el 20 por ciento de los hoteles están asociados a una marca internacional, la inmensa mayoría de los hoteles permanecen en manos de pequeños propietarios privados, normalmente propiedades familiares durante décadas. Estos propietarios independientes no tienen que cumplir las estrictas exigencias de las marcas internacionales y han disfrutado de un crecimiento al margen de ellas.

Mientras tanto, el mercado americano, donde más del 70 por ciento de los establecimientos operan bajo una marca reconocida, se está produciendo una saturación del mercado. Las grandes compañías operadoras están compitiendo por una cada vez más estrecha franja de mercado.

Aunque sigue habiendo obstáculos para acceder a los mercados locales, la tendencia parece clara hacia que las grandes compañías sigan creciendo, mientras que las pequeñas y medianas se van a ver sometidas a fuertes presiones competitivas. Los mayores operadores internacionales mantienen ambiciosos planes de crecimiento y, dado que disponen de grandes recursos financieros, parece que el horizonte hotelero anuncia la consolidación de las marcas reconocidas.

Cuadro 3.18.

Cincuenta principales marcas hoteleras en 2000

Empresa	Habitaciones	Empresa	Habitaciones
1 Best Western	307.737	26 Fairfield Inn	41.400
2 Holiday Inn Hotels & Resorts	290.166	27 Residence Inn	41.400
3 Days Inn	162.129	28 Renaissance Hotels, Resorts & Suites	40.100
4 Marriott Hotels, Resorts and Suites	149.200	29 La Quinta Inn/La Quinta Inn & Suites	39.015
5 Sheraton Hotels	128.332	30 Red Roof Inns	38.952
6 Ramada Franchising Systems	121.431	31 Embassy Suites	38.510
7 Super 8 Motels	119.266	32 Club Med Villas & Villages	36.350
8 Hampton Inn	111.231	33 Wyndham Hotels & Resorts	33.691
9 Radisson Hotels & Resort	101.657	34 Le Meridien	32.105
10 Holiday Inn Express	92.356	35 Extenden Stay America	29.033
11 Motel 6	86.438	36 Sofitel	26.951
12 Hilton Hotels	85.243	37 Four Points by Sheraton	26.462
13 Courtyard by Marriott	73.900	38 Formule 1	25.729
14 Hyatt Regency	70.895	39 Meliá	25.324
15 Mercure	68.810	40 Prince Hotels	24.674
16 Hilton	64.647	41 Scandic Hotels	22.911
17 Ibis	55.846	42 Barceló	22.872
18 Novotel	52.488	43 MGM/Mirage Hotels	22.715
19 Inter-Continental/Forum	51.519	44 Disney Hotels	22.434
20 Howard Johnson International	50.938	45 Campanile	22.035
21 Riu	49.611	46 Country Inns & Suites by Carlson	19.061
22 Westin	48.959	47 Knights Franchise Systems	18.194
23 Travelodge Hotels	45.699	48 Fairmont Studio Suites	18.150
24 Crowne Plaza	43.544	49 homesteas Studio Suites	18.016
25 Doubletree	42.548	50 Washington Hotels	17.690

Fuente: Hotels Magacine, citado por Jones Lang Lasalle Hotels, 2001.

3.3.5. La participación de las entidades financieras en el negocio hotelero español.

El sector experimenta una tendencia hacia la participación accionarial de las entidades de crédito, situación acorde con la experimentada por otros sectores que están resultando atractivos para algunos intermediarios financieros. La situación afecta a instituciones con más tradición en el negocio inmobiliario pero asimismo, se encuentran ejemplos de algunas poco vinculadas habitualmente con estas actividades así como algunos fondos de inversión y de capital riesgo internacionales (Mercapital es accionista

de Occidental, 3i ha entrado en el accionariado de AC Hoteles, Palamon Capital Partners participó en la ampliación de capital de High Tech Hotels –que se constituyó en 2000 y cuenta con dos hoteles en Francia- y actualmente Dinamia y Nmás1 participan en su accionariado).

Un banco que concede créditos a una empresa de la que es accionista presenta un poder de control importante sobre los procesos de toma de decisiones en dicha empresa y dispone de más información sobre la misma que otros accionistas, gracias a su posición acreedora (Zoido, 1998).

Así, los resultados del estudio de Zoido (1998) permiten realizar una primera valoración del impacto que las participaciones accionariales de los bancos tienen en las empresas participadas, resultando beneficiosa dicha participación tanto para accionistas como para acreedores, elevando el valor de sus derechos sobre los flujos de caja de la empresa, facilitando la consecución de tipos de interés por debajo de los del mercado para las empresas de las que son accionistas, incrementando sus posibilidades de crecimiento, así como jugando un relevante papel cuando las empresas se enfrentan a dificultades de viabilidad financiera.

Si seguimos lo planteado por Zulima Fernández (1999), se puede observar la existencia de efectos positivos y negativos que supone la participación de un banco en el accionariado de una empresa.

Cuadro 3.19.

Efectos para la empresa de la participación de la banca en su accionariado	
Positivos	**Negativos**
Accionista exigente	Falta de control del mercado de empresas
Inversor bien informado	Aversión al riesgo
Orientación a largo plazo	Abandono de inversiones arriesgadas
Financiación en mejores condiciones (precio, estabilidad, plazo)	Desviación de negocio bancario. Extracción de rentas
Reestructuración de pasivo más fácil en épocas de dificultades financieras	Reducción de la disciplina de los directivos

Fuente: Fernández, Z. (1999)

Los bancos y cajas de ahorro, que un tiempo atrás acudieron a invertir en el sector y acabaron acumulando propiedades hoteleras de difícil realización cuando se produjo la crisis con la que arrancó la década de los noventa, volvieron a mirar a la hotelería. Así, a pesar del impacto negativo que supuso el 11-S, las expectativas de rentabilidad a medio y largo plazo se siguen considerando interesantes por parte de los intermediarios financieros, así como la posibilidad de desarrollar negocios inducidos, como la gestión de flujos de caja generados por el negocio, así como la posibilidad de vender productos y servicios financieros. Parece interpretarse por parte de bancos y resto de instituciones que el sector salió fortalecido de las crisis de los noventa. Las entidades financieras valoran la profesionalización que ha experimentado el sector hotelero español y la capacidad financiera de las cadenas para llevar a cabo los proyectos en los que se implican así como la capacidad económica para desarrollarlos.

Se siguen apuntando deficiencias en el sector hotelero, a juicio de las entidades de crédito:

- excesiva atomización de los grupos hoteleros
- gran dependencia de pocos mercados
- sumisión a los tour operadores, muy especialmente en el segmento vacacional
- fuerte endeudamiento de las compañías

La gran atomización en el tejido empresarial del sector hotelero ha hecho que la inmensa mayoría de las empresas sean de pequeño o mediano tamaño, lo que reduce sus posibilidades de captar financiación ajena. En ese ámbito, ya hemos visto que el peso tradicional de las entidades de crédito en el sector ha sido relativamente escaso en comparación con lo ocurrido en otros sectores productivos.

La explosión de hoteles en zonas vacacionales se debe más a la reorientación de capitales industriales de otros sectores productivos, entre los que cabría destacar la construcción e incluso el sector agrario. También fueron de especial relevancia fuentes como la autofinanciación, los proveedores y muy especialmente, los tour operadores, que contribuyeron desde los orígenes a la financiación de buena parte de la planta hotelera española en los destinos turísticos más conocidos, favoreciendo el cobro parcial

adelantado de las reservas de los paquetes turísticos convencionales, propiciando la financiación de las empresas titulares de los negocios hoteleros.

Las entidades de crédito tienden a valorar la situación actual del sector hotelero como de susceptible receptor de préstamos con garantía hipotecaria, así como de operaciones de leasing, financiaciones estructuradas, préstamos sindicados, etc.

La situación de los tipos de interés en mínimos históricos favorece el endeudamiento por parte de los operadores hoteleros que tienden a optar por financiación a largo plazo para desarrollar operaciones de expansión de un tamaño importante.

BIBLIOTECA VIRTUAL

La opción que en los últimos años parece ganar posiciones es la participación accionarial de entidades financieras en el capital de las cadenas hoteleras. Se entiende por parte de algunos intermediarios, que dicha participación presenta también grandes atractivos por su rentabilidad intrínseca a la que debe sumarse también la inducida.

Las entidades financieras están apostando con fuerza por este sector, tomando participaciones en importantes empresas hoteleras como Grubarges (en su momento, BBVA), AC Hoteles (3i y BSCH), Occidental Hoteles (La Caixa) y Hoteles Playa (Unicaja, aunque en este caso no para respaldar un proceso de internacionalización, al menos por el momento). Otro ejemplo es NH Hoteles, ya que cuenta en su capital con la presencia de Caja Madrid (5%) y Bancaja (5%).

El caso de AC Hoteles es particularmente significativo porque desde su creación en 1999, Antonio Catalán, su fundador, quiso contar con socios financieros de relevancia en el accionariado de AC Hoteles. Es por ello que muy pronto dio entrada en el capital de la compañía al grupo británico de capital riesgo 3i y poco tiempo después al BSCH. Catalán había iniciado con anterioridad conversaciones con Argentaria pero la entidad financiera paralizó el proceso negociador para centrarse en la fusión con BBV por lo que fue su principal competidor quien accedió al capital de AC Hoteles tomando el 14,1% en una ampliación de capital.

La entrada del BSCH reforzó los recursos propios de la compañía y permitió a ésta revisar al alza sus planes de crecimiento, lo que permitiría, a juicio del fundador, la consolidación de AC Hoteles en España y anunciaría el momento de la salida a Bolsa. En 2000, Catalán declaraba que no había vuelta atrás y que el camino hacia la Bolsa de AC Hoteles era imparable.

En otros grupos en los que se detecta la participación de alguna entidad de crédito, ésta no es tan significativa. En IFA-Creativ encontramos una pequeña participación de la Caja Insular de Ahorros de Canarias en una de las sociedades del Grupo. Otro tanto puede decirse de la presencia del Banco de la Pequeña y Mediana Empresa en el Grupo Hot-HLG y de Caixa Catalunya en Catalonia.

Las cajas de ahorro, Caixa Galicia, Ibercaja y Sa Nostra se aliaron con Condor & Neckerman (C&N) para constituir Inversora de Hoteles Vacacionales, S.A. (Inhova) que tiene previsto realizar inversiones para comprar o adquirir establecimientos turísticos, muy orientados al segmento vacacional. Cada una de las tres cajas aporta un 20% del capital de la nueva compañía mientras C&N acapara un 40%. Los nuevos establecimientos estarán gestionados por Iberostar, socio en España de C&N. De entre los socios, el fundador dedicado a la actividad hotelera, responsable del buen funcionamiento operativo del negocio, es del Grupo Thomas Cook A.G., que cuenta con el 40% de la nueva sociedad Inhova. El perfil de las inversiones es el correspondiente a hoteles de tres y cuatro estrellas, ubicados en las mejores localizaciones de las áreas geográficas del Mediterráneo, con gran potencial de crecimiento. Inhova invertirá unos 300 millones de euros en una primera fase entre 3 y 5 años. De esa cantidad, 120 millones de euros provienen de fondos propios, pero cabe suponer un fuerte respaldo financiero por parte de las entidades crediticias comprometidas en el proyecto.

Inhova ha resultado adjudicataria en 2002 de un complejo hotelero en Croacia, cerca de Dubrovnik, Hoteli Cavtat, Epidaurus y Albatros, en el proceso de privatización promovido por el gobierno croata. Es una de las primeras inversiones realizadas después de iniciarse la privatización del sector turístico croata, la primera operación en dicho proceso de capital español. La oferta de Inhova incluye la reforma y modernización de diferentes servicios en el establecimiento así como su intención de prolongar la

temporada turística para combatir la estacionalidad del negocio en Croacia, con acuerdo de colaboración con Thomas Cook. Este complejo, será gestionado por la compañía mallorquina Iberostar. Así, el sector financiero español a través de tres de sus cajas de ahorros, conjuntamente con uno de los más importantes operadores turísticos de Europa, contribuyen a profundizar en la internacionalización de una cadena hotelera española, que muy probablemente se encargará de la gestión también de los establecimientos que Inhova incorpore.

Otro caso es el del Hotel Arts de Barcelona, propiedad ahora de Deutsche Bank y gestionado por la cadena Marriot, es indicativo del interés de la banca por la actividad.

BIBLIOTECA VIRTUAL

También existen iniciativas conjuntas entre operadores hoteleros y entidades financieras como AC Inversora de Hoteles, participada en un 40% por la cadena de Antonio Catalán (AC Hoteles) junto con un conglomerado de entidades (Sa Nostra, Ibercaja, Caixa Galicia, Caja Navarra y Caja Castilla-La Mancha).

La creación de AC Inversora de Hoteles también constituye un ejemplo digno de mención. Cinco cajas de ahorro españolas participando en un proyecto hotelero de cuya gestión se encargará la cadena de hoteles AC Hoteles. Sa Nostra, Ibercaja, Caixa Galicia, Caja Castilla-La Mancha y Caja Navarra se unieron en 2001 a AC Hoteles para desarrollar el proyecto internacional de la cadena hotelera. La nueva sociedad nace para invertir hasta 330 millones de euros en la construcción de hoteles en Europa. En el momento de constituir la nueva empresa AC Hoteles ya contaba con el respaldo de otras entidades financieras, partícipes en su accionariado. Es el caso del BSCH y el fondo de capital riesgo británico 3i. En el nuevo proyecto para la creación de una sociedad de gestión hotelera, las cinco cajas de ahorro suscribieron el 60% del capital de la compañía.

Este proyecto de AC Hoteles es independiente del desarrollado posteriormente a solas con Caixa Galicia, para la creación en Galicia y Portugal de una red de hoteles singulares y de alta calidad, respondiendo al vigor de la demanda de fórmulas alternativas de turismo para las que Galicia y Portugal presentan buenas condiciones.

De este acuerdo surge la nueva sociedad AC Desarrollo de Hoteles, S.L., al 50% para cada empresa.

Por su parte, la participación de La Caixa en Occidental Hoteles, con la que también comparte el 50% de Soteltur y otro 50% de Soteltur Internacional. También el Banco Pastor tiene una participación del 90% en el Grupo La Toja. High Tech Hotels & Resorts, constituida hace un par de años, ya contó en su capital con la participación de Palamon Capital, que tuvo un 37,5% del accionariado de la hotelera[3].

Las entidades de crédito se muestran también favorables a adquirir inmuebles para su arrendamiento o gestión a un grupo hotelero como cauce interesante para realizar operaciones con una razonable relación del binomio rentabilidad-riesgo a largo plazo. Sin embargo, el coste del suelo y el creciente interés por parte de inversores internacionales dificultan el acceso a la compra de solares y la construcción de inmuebles. Las cadenas cobran tarifas importantes por la gestión y por la comercialización, lo que no favorece la adopción de ese tipo de decisiones (Editur, 2002).

[3] La sociedad de capital riesgo británica creada en 1999, Palamon Capital Partners, a través de uno de sus fondos, tomó una participación en el grupo hotelero por valor de 50 millones de euros, desembolsando 15 millones en un primer momento y el resto como máximo hasta 2005. La operación debía servir para potenciar el desarrollo de la cadena hotelera y se materializó a través de una ampliación de capital. High Tech Hotels cuenta con hoteles en España y Francia y prevé alcanzar los 60 establecimientos en 2006. Palamon realiza inversiones en empresas europeas de elevado potencial de crecimiento y la inclusión de la operación con High Tech Hoteles resulta sorprendente porque la hotelería no es habitualmente considerada como un sector económico de estas características. Sin embargo, los dinámicos planes de expansión de la cadena podrían equipararse a los de empresas de sectores habitualmente catalogados como de alto potencial de crecimiento. Palamon abandonó High Tech en 2003 por desacuerdo en el ritmo de aperturas y entraron en el accionariado de la hotelera dos entidades de capital riesgo españolas, Dinamia y Nmás1, con un 30 por ciento del capital cada una.

Cuadro 3.20.

Operaciones de toma de participación más importantes entre entidades de crédito y empresas hoteleras en el periodo 1998-2002

Año	Entidad	Hotel/Grupo	Participación accionarial (%)	Valor de gestión (millones de euros)
1998	BBVA	Grubarges	33	n/d
1999	La Caixa	Occidental Hoteles	30	72
2000	BSCH	AC Hoteles	15	39,07
2000	Caixa Galicia	Inversora de Hoteles Vacacionales, S.A.	20	4,5
2000	Caja de Ahorros de Baleares (Sa Nostra)	Inversora de Hoteles Vacacionales, S.A.	20	4,5
2000	Ibercaja	Inversora de Hoteles Vacacionales, S.A.	20	4,5
2000	Unicaja	Hoteles Playa	10	9
2000	Caja Madrid	NH Hoteles	5	49,9
2001	Bancaja	NH Hoteles	5	80
2001	Banco Pastor	Hoteles Grupo La Toja	90	100
2001	Caixa de Baleares "Sa Nostra"	AC Inversora Hoteles	12	36
2001	Caixa Galicia	AC Inversora Hoteles	12	36
2001	Caja Castilla-La Mancha	AC Inversora Hoteles	12	36
2001	Caja de Ahorros de Baleares (Sa Nostra)	Illot Hotels	40	n/d
2001	Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM)	Sol Meliá	3	48,08
2001	Caja Navarra	AC Inversora Hoteles	12	36
2001	Cajasur	Hotel Antequera	n/d	6
2001	Deutsche Bank (UK)	Hotel Arts	75	288
2001	Ibercaja	AC Inversora Hoteles	12	36
2001	Unicaja	Hotel Antequera	n/d	6
2002	Caixa Galicia	AC Desarrollo de Hoteles	50	6,25

Fuente: Mazars Turismo

La bolsa española, caracterizada por su poca amplitud y su escaso desarrollo relativo, genera un marco de relaciones en el que se carece de elementos de juicio para evaluar la bondad de las inversiones, lo que ayudaría a hacer más comprensible la formación de

grupos industriales en torno a los bancos. Sin embargo, a medida que las economías se desarrollan y los mercados se amplían haciéndose cada vez más globales, va perdiendo su sentido inicial esta alianza entre bancos y empresas no financieras (Fernández, 1999).

Las entidades financieras siguen confiando, en general y a pesar de las dificultades que el sector ha experimentado desde finales de 2001, en el gran potencial de crecimiento del mismo y cuentan con que dicha senda de crecimiento de desarrolle con una adecuada planificación.

El mayor volumen de inversiones bancarias en el sector hotelero ha tenido lugar durante 2001. Se han producido en ese ejercicio 13 operaciones de envergadura que suponen un total de 758 millones de euros, la más destacada de las cuales es la protagonizada por Deutsche Bank que, junto con Patron Capital, han adquirido en Hotel Arts, de Barcelona, desembolsando 288 millones de euros, con participaciones respectivas en el capital de la compañía de 75 y 15%. La operación realizada por el Banco Pastor sería la segunda por volumen de inversión y supone la adquisición del 90% del grupo coruñés La Toja Hoteles, que cuenta asimismo con un hotel en Madrid, el Hotel Mindanao. La tercera de las grandes operaciones es la que tiene lugar entre Bancaja y NH Hoteles, al tomar la entidad financiera una participación del 5% en el capital de la cadena hotelera, aportando 80 millones de euros por dicha participación.

Ya en 2002, a pesar de las expectativas favorables que sigue despertando la actividad hotelera como receptora de inversiones de empresas de otros sectores, entre los que se encuentra el sector financiero, el número de operaciones materializadas ha caído de forma notable. Necesariamente, los efectos de la llamada crisis del 11 de septiembre han dejado su impronta en la tendencia registrada en estas operaciones, por la negativa influencia que el incidente ha tenido en el comportamiento del turista vacacional y de negocios, generando inestabilidad en la demanda, así como en la oferta.

El fenómeno se agudiza por la coincidencia de los atentados de las Torres Gemelas de Nueva York con una etapa del ciclo económico en la que se aprecian signos inequívocos de desaceleración económica. A ello hay que sumar la difícil situación económica vivida en Argentina y el clima de incertidumbre política que se ha vivido en Brasil,

países donde los bancos y cajas españoles han invertido en los últimos tiempos, generando desconfianza en las entidades y provocando la adopción de actitudes más conservadoras que en los últimos años. Lo cierto es que computamos una única operación de cierta significación en el terreno de las transacciones entre entidades de crédito y hoteleras. Es la que tiene lugar entre Caixa Galicia y la sociedad constituida por la entidad y AC Hoteles.

Sin embargo, la situación descrita no ha paralizado la actividad en el sector hotelero, que prevé importantes operaciones en los próximos años, anticipando la puesta en marcha de 600 nuevos proyectos en España, sin abandonar el avance internacional. (Editur, 2002).

BIBLIOTECA VIRTUAL

Existen importantes razones por las que las entidades financieras se han venido mostrando bastante receptivas ante las oportunidades surgidas en el sector hotelero. En primer lugar, el incremento de las operaciones ha tenido relación con las rentabilidades alcanzadas por las inversiones, entre el 7 y el 10% (Mazars Turismo, 2002), procedentes de la inversión hotelera, por encima de las registradas en operaciones de alquiler de oficinas, renta fija u operaciones bursátiles. También cabría citar una motivación de diversificación de inversiones, reduciendo el riesgo global de la entidad.

Por otro lado, el favorable comportamiento bursátil registrado durante un tiempo por los dos grupos hoteleros que cotizan en la Bolsa española ha sido también motivo suficiente para atraer la atención de entidades financieras. Durante la segunda mitad de los años noventa, otras cadenas manifestaron su interés por la cotización bursátil, animadas por los resultados de las que ya cotizaban y su demostrada capacidad de afrontar procesos de expansión nacional e internacional con gran dinamismo. Algunas buscaban socios financieros para preparar en mejores condiciones la salida a Bolsa, por lo que se produjeron algunas operaciones interesantes que convenían a las cadenas y a sus potenciales socios financieros. AC Hoteles, que ha reiterado en numerosas ocasiones su intención de llegar a la Bolsa, dio entrada en su capital al BSCH; La Caixa entró en 1998 en el capital de Occidental Hoteles, reforzando su estructura accionarial y financiera en preparación de una operación de salida futura; Barceló, por su parte, buscó el apoyo en el BBVA que era su socio financiero en Grubarges, de la que dependen

varios hoteles del grupo. La propia Grubarges nació con vocación de salir a Bolsa a los dos o tres años de su nacimiento, para obtener importantes recursos y afrontar fuertes inversiones en España y en el continente americano, tanto en los mercados sudamericano como estadounidense.

En 1999, a la vista de los grandes proyectos de inversión previstos para el futuro cercano y a la clara convicción de crecimiento de la compañía, los recursos propios de Barceló se antojaban insuficientes. Por ello, después de que la compañía encargara a dos bancos de negocios la elaboración de sendos informes sobre la mejor forma de afrontar una posible salida a Bolsa, los once primos Barceló que actualmente controlan el 100% del grupo tomaron una decisión al respecto. Todo parecía indicar que si la decisión era afirmativa, el grupo balear sacaría a Bolsa la división de viajes a través de una ampliación de capital. Este negocio era el más rentable de la empresa.

Finalmente, se optó por una operación que parecía tener más dificultades para llevarse a la práctica. Los responsables de Barceló también declaraban en 1999 su intención de acercarse en algún momento a un gran grupo turístico internacional: "cuando nos planteamos nuestras relaciones con los grandes grupos turísticos en Europa pretendemos ser quienes tomemos una participación en ellos", declaraba el Vicepresidente del grupo. Sus conocidos lazos con First Choice hacían pensar en el grupo turístico británico como objetivo en la política de alianzas de Barceló. Con el gigante alemán LTU con el que pretendía fusionar su negocio receptivo no había logrado un acuerdo. La alianza llega en 2000 y Barceló se convierte en el accionista de referencia de First Choice Holidays, integrando su división de viajes en el grupo británico.

Lo cierto es que la adversa coyuntura bursátil actual ha contribuido a paralizar, al menos por el momento, buena parte de las operaciones de salida anunciadas, al igual que ha sucedido en otros sectores, lo que no significa que hayan sido apartadas en el proceso de toma de decisiones financieras de las empresas, sino aplazadas a la espera de una recuperación en el comportamiento de los mercados que permita afrontar la operación de salida a Bolsa con perspectivas más halagüeñas que las actuales.

Operaciones como la OPA planteada en el verano de 2003 por Hesperia sobre acciones de NH Hoteles y la reacción de algunos accionistas como Caja Madrid podría ser indicativo de la confianza de la entidad en su inversión hotelera.

Prestar fondos a un grupo hotelero con garantías patrimoniales suficientes tampoco es descartable como motivo para financiar a las hoteleras, especialmente si consideramos la favorable coyuntura inmobiliaria en la que se desarrolla la operación.

El auge de la actividad económica en la segunda mitad del decenio de los noventa, junto a la contención de tipos de interés, convierten recientemente al sector turístico en refugio de capitales procedentes de otros sectores en busca de mayores rentabilidades.

Entre 1998 y 2002, las grandes protagonistas de las inversiones hoteleras entre las instituciones financieras han sido las cajas de ahorro frente a cualquier otro intermediario financiero.

La operación que exigía más compromiso con el sector hotelero por su importe y por ser de las pioneras en el ámbito de la participación de cajas de ahorro en el capital de empresas hoteleras es desarrollada por La Caixa en 1999, al tomar una relevante participación en Occidental Hoteles[4].

El ejercicio de 2000, caracterizado por una intensa actividad inversora, proporciona la formación de una alianza interesante entre distintas cajas de ahorro españolas para operar en el sector hotelero. Se trata de la creación de Inversora de Hoteles Vacacionales, S.A., que tiene como objeto social el desarrollo de proyectos de promoción, tenencia y explotación de activos inmobiliarios dedicados a la hostelería, y dentro de este campo, a la oferta turística vacacional en España y en el extranjero.

[4] El proceso de incorporación de nuevos accionistas lo había iniciado la cadena hotelera tiempo atrás, en 1996, cuando decidió buscar apoyos firmes que apostaran por su consolidación nacional e internacional y permitieran a la cadena empezar a plantearse su salida a Bolsa. Surge inmediatamente la oportunidad que iba a significar un gran salto en la expansión de la cadena: la adquisición de la cadena Allegro Resorts –líder mundial en el sector de *resorts* bajo la fórmula de todo incluido-, que se cierra en septiembre de 2000.

A partir de los ejemplos expuestos puede decirse que algunas cajas españolas demuestran un serio interés por el sector hotelero, circunstancia que de forma agregada para el conjunto del sector turístico y en particular el hotelero, habíamos comprobado. Si es así, también es cierto que entre las cajas de ahorro españolas las hay especialmente activas en este afán inversor. Sería el caso de Sa Nostra, que en los tres últimos años ha desarrollado un conjunto de inversiones en turismo u ocio, entre las que se encuentran las mencionadas, tratándose asimismo de inversiones diversificadas dentro del sector que cubren el segmento vacacional, el urbano, el local, el nacional y el internacional. Similar enfoque puede aplicarse al caso de Ibercaja y Caixa Galicia, sin descuidar ninguna de ellas su implicación con el desarrollo de sus territorios de origen. Quizás sea entre ellas, Caixa Galicia, la que presenta un perfil más diversificado en sus inversiones hoteleras y turísticas.

3.3.5.1. La preferencia de las entidades de crédito por la financiación de contratos de gestión y arrendamiento.

A pesar de que en los casos analizados, la hotelera asume el riesgo de la inversión conjuntamente con sus socios financieros, lo cierto es que actualmente los inversores institucionales han aceptado el hecho de que la capacidad de gestión es el ingrediente fundamental para poder desempeñar la actividad hotelera con éxito y parecen dispuestos a invertir en propiedades hoteleras sin que la compañía operadora de los hoteles tenga que comprometerse desde el punto de vista financiero. El contrato de gestión sería la fórmula aparentemente más adecuada y exige en ocasiones, que el operador invierta tan sólo un pequeño capital en el proyecto. A veces, la participación del operador en la operación de contrato de gestión es anterior a la propia construcción del establecimiento que posteriormente gestionará, por lo que puede asesorar al propietario respecto a las características que debe tener el inmueble.

Los bancos y otros inversores institucionales han recurrido en ocasiones al contrato de gestión para rentabilizar la actividad de establecimientos embargados, quizás sólo hasta el momento en que ya saneado el negocio, pueda ser colocado de nuevo en el mercado.

En circunstancias como ésta, el contrato de gestión puede plantearse por poco tiempo, si bien lo habitual es que se trate de un contrato de largo plazo, cubriendo periodos de veinte a treinta años, plazo normalmente suficiente para cubrir el compromiso de la deuda asumida por el promotor.

El análisis que la entidad financiera de crédito BBVA (2002) realiza a la hora de participar en una operación en la que el establecimiento hotelero va a ser operado bajo la modalidad de contrato de gestión o arrendamiento es diferente al que se plantea cuando se trata de una operación de toma de participación total o parcial en la propiedad del establecimiento.

BIBLIOTECA VIRTUAL

A juicio de la entidad financiera el panorama actual del sector hotelero español es el un sector maduro donde se ha intensificado la competencia, asistiendo a una mayor profesionalización de la gestión que puede reportar mayores beneficios en un mercado altamente competitivo.

Hay inversores interesados en el sector hotelero, algunos ajenos totalmente a la actividad pero con razonable disposición a invertir en un establecimiento hotelero, cediendo su gestión a un gestor independiente que no tiene por qué participar en la inversión para poner en marcha un establecimiento. Así, en una operación de estas características es importante acordar la asignación de responsabilidades tanto de pre-apertura del establecimiento como de explotación del mismo, no asumiendo el mismo tipo de compromisos el propietario y el gestor o arrendatario del mismo.

Tal y como ha sido especificado al presentar el panorama de las modalidades de expansión internacional del sector hotelero español, así como las formas de crecimiento que pueden adoptar los operadores hoteleros, algunas poco experimentadas en España, surge la necesidad de distinguir –ya que ante la entidad financiera que se plantea participar en la operación adquiere diferentes responsabilidades- entre distintas modalidades de operar un establecimiento hotelero, a las que deben sumarse diferentes tipologías de propietario del establecimiento.

Cuadro 3.21.

Diferentes modalidades de gestión de un establecimiento hotelero sin ser propietario
Puro arrendamiento
Arrendamiento + Inversión
Arrendamiento mixto
Puro gestión
Fijo euros al año
Fijo euros al año + % capital
Fijo euros al año + % s/ GOP
% s/ Facturación + % s/ GOP

Fuente: BBVA, 2002.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Cuadro 3.22.

Diferentes tipologías de propietario		
Propietario	**Intención inversora**	**Operativa favorecida**
Promotor/Constructor	Vocación Patrimonialista	Arrendamiento
Inversor	Vocación de invertir en cartera, incluso en renta variable	Contrato de gestión

Fuente: BBVA, 2002.

En algunos casos se trata de una actuación meramente de préstamo por parte de las entidades financieras. Así los bancos consideran el riesgo global de la operación en la que van a participar, exigiendo a la propietaria del inmueble solvencia y relación relativamente larga con el banco. En el caso del gestor, se valorará la experiencia en el segmento del mercado en el que vaya a centrar su operativa. Por su parte, el mercado en el que se va a materializar la operación es valorado de acuerdo con parámetros como su capacidad de generar demanda sostenida, la existencia de barreras de entrada que puedan incidir en las condiciones de competencia, la ocupación media que se viene registrando. Asimismo se realizará un estudio de las garantías que ofrece la operación a la institución financiera, especialmente la garantía hipotecaria que pueda establecerse, que medirá básicamente la relación entre el importe del préstamo y el valor residual del hotel así como la mitigación de riesgos de construcción y estabilización inicial, la

disposición de un presupuesto realista, si es posible realizarlo a precio cerrado, con un estudio de mercado ajustado a la realidad del mismo, compromisos de la propietaria del establecimiento y del gestor, así como el planteamiento de un nivel razonable de endeudamiento.

En principio cabría suponer que el hecho de tratarse de estudios de modalidades operativas diferentes podría hacer que el banco contemplase de forma diferente una operación de arrendamiento de una operación de gestión, con los diferentes matices que cada una de ellas puede adoptar. Sin embargo, ante la ausencia de distinción por parte del Banco de España a la hora de plantear la tasación de la operación y la política general de los bancos en España de no comprometerse financieramente más allá del 65-75% de la tasación, conducen al hecho de no producirse distinción alguna por modalidad operativa a la hora de conceder el préstamo.

Cabe señalar tres grandes objetivos que ha de contemplar el contrato de gestión a juicio de la entidad que lo juzgará como más o menos apto para recibir su apoyo:

- Clara relación entre las partes
    - Sintonía entre gestor y propietaria, con una clara matización contractual del alcance de la cesión de facultades para la gestión, así como el establecimiento preciso de los mecanismos de toma de decisiones materiales que afectarán al funcionamiento del negocio
    - Clarificar perfectamente quién ostenta la propiedad y si tiene atribuidas facultades para subcontratar
    - Expresar con claridad quién es el gestor durante el periodo de vigencia completo del préstamo, así como las facultades que tiene concedidas como la de ceder o subrogar, llegado el caso
    - Vincularse a un buen gestor, que no tienda a resolver el contrato sin una razonable motivación
    - Evitar relaciones con gestores objetivamente imputados en fallo de negocio ("prueba de rendimiento" y "*attornment*")

- Objetivos económicos y financieros
    - Evitar gastos inesperados, dando quizás al gestor incentivos para el control de gastos operativos, clarificando bien quién afronta las obligaciones tributarias, plantilla, ...
    - Asegurar capital circulante adecuado
    - Trabajar con un gestor que comprenda los riesgos financieros como el compromiso con el mínimo ratio de cobertura o la máxima relación préstamo/valor
    - Evitar la competencia con compromiso de exclusividad para no competir dentro de determinado radio de actuación

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

- Mantener el valor de los activos
    - Anticipar mantenimiento y reparaciones adecuados, dando gran importancia al fondo de reserva
    - Mantener seguros adecuados y mecanismos para utilizar indemnizaciones
    - Tener recursos y mecanismos adecuados para abordar nuevas obras
    - Mantener el statu quo de garantía hipotecaria como la subordinación ante el alquiler de locales

3.3.5.2. La expansión vía franquicias y su financiación.

Las diferencias entre la presencia de la franquicia hotelera en EEUU, donde se encuentra más del 70% de las habitaciones franquiciadas en el mundo, frente a Europa, donde la expansión de las franquicias es escasa, provienen principalmente de las diferentes fuentes de financiación (McGuffie, 1996). Los inversores institucionales americanos confiaron en la franquicia, por la que apostaron desde el primer momento, mientras que los inversores europeos, la mayoría hoteleros sin ningún tipo de afiliación a una marca y operadores en un mercado fragmentado con culturas e idiomas diferentes, encontraron dificultades para asimilar el concepto de franquicia. No obstante, la franquicia empieza a tener cierto reconocimiento por parte de la comunidad financiera

europea y algunas de las cadenas hoteleras internacionales más conocidas comienzan a extender su presencia en Europa mediante franquicia.

Pero son pocas las cadenas hoteleras de origen europeo, entre las que obviamente se encuentran las españolas, las candidatas a experimentar una importante expansión mediante franquicias, ya que su tradición es escasa en lo que a esta modalidad de expansión de refiere y sus marcas poco conocidas más allá de sus territorios de origen, con lo que el número de establecimientos dispuestos a ser operados en franquicia por las cadenas europeas es relativamente pequeño en relación con los potencialmente interesados en participar en la red de franquicias de cualquiera de las grandes cadenas americanas, cada vez más dispuestas a extender su red operativa en Europa, una vez alcanzados ciertos niveles de saturación del mercado americano.

3.3.6. *Sale and lease back*.

Algunas cadenas españolas, tal y como hicieron hace ya dos décadas las grandes cadenas americanas, están desprendiéndose de parte de su patrimonio inmobiliario aunque siguen al frente de la gestión de los hoteles que dejan de ser de su propiedad. La ambición expansionista, especialmente justificada por la apuesta por la internacionalización y la necesidad de recursos económicos que exige la misma, es la razón que prevalece en la materialización de estas operaciones.

También dicha decisión encaja con el propósito de diversificar sus inversiones entre propiedad, gestión y arrendamiento para conseguir una mayor diversificación de su negocio y un mejor comportamiento en tiempos de crisis. En la búsqueda de compradores, no hay duda que las entidades financieras están bien posicionadas para hacerse con dichos edificios, así como algunos grandes inversores interesados en el negocio hotelero (sería el caso de las operaciones recientes efectuadas entre NH Hoteles y Amancio Ortega, creador de Inditex y su principal accionista, que se ha hecho con la propiedad de algunos establecimientos que eran de NH Hoteles y que ésta sigue gestionando).

3.3.7. El negocio inmobiliario en la internacionalización hotelera.

Un considerable número de cadenas hoteleras españolas con actividad internacional parece estar afrontando su expansión nacional e internacional reinvirtiendo beneficios. Sin embargo, la necesidad de imprimir cierto dinamismo en ese crecimiento ha llevado a algunas de ellas a plantearse su salida a Bolsa, así como a considerar alianzas con empresas financieras o constructoras para acometer su expansión.

Se puede estimar que algunas de las inversiones directas en hoteles realizadas en el exterior presentan un perfil de inversión financiera orientada más hacia la búsqueda de plusvalías procedentes de la apreciación del valor de los inmuebles, que a las rentas obtenidas de la gestión de los activos inmobiliarios. Quizás en ese terreno el negocio inmobiliario estaría más vinculado con la hotelería urbana que con la hotelería vacacional, que entraña un riesgo superior desde el momento en que puede verse más afectada por una crisis en el destino de la inversión, tanto más cuanto menos estable y menos consolidado sea este destino, lo que aumenta considerablemente el riesgo de una operación exclusivamente inmobiliaria. Esta situación avalaría la tesis de un mayor interés en el propio negocio hotelero y su rentabilidad que en los posibles beneficios de una futura revalorización de los inmuebles afectados en el negocio. Sin embargo, la situación es diferente en el negocio hotelero urbano y su expansión internacional, donde la ubicación estratégica de algunos inmuebles en ciertas localizaciones atrae el interés del sector inmobiliario.

Así, mientras se puede afirmar con relativa rotundidad el atractivo del sector hotelero desde la perspectiva del sector inmobiliario, lo cierto es que la vinculación se convierte en más estrecha cuando el negocio objeto de estudio es el segmento hotelero urbano y su expansión nacional e internacional, no tanto así en el caso del segmento hotelero vacacional internacional[5], donde las propias cadenas hoteleras, los operadores turísticos

[5] Un ejemplo sería el grupo Metrópolis, que centra su actividad en el negocio inmobiliario y acaba de aterrizar en el sector hotelero, de la mano de importantes socios financieros. Ha tomado una participación de un 10% en la compañía de servicios inmobiliarios Gesinar. Hasta ahora sus inversiones inmobiliarias se centraban en viviendas y oficinas en las principales urbes españolas. En su incursión en el negocio hotelero, su opción hasta el momento ha sido la vacacional (Portugal y Canarias).

o los consorcios de inversores internacionales, principales implicados, lo han sido más bajo la persecución de la rentabilidad del propio negocio de alojamiento.

3.3.8. Inversiones financieras de empresarios individuales en el sector hotelero.

Destacan anuncios de empresarios relacionados con muy diversas actividades productivas interesados por el negocio hotelero. De nuevo surge la necesidad de mencionar a Amancio Ortega, que toma en 2002 la decisión de tomar una participación en NH Hoteles. La fama de avezado empresario de Ortega pareció convencer a muchos inversores de que podía tratarse de un buen negocio, con el resultado de subidas de la cotización de NH Hoteles (un 3,47%) en una sesión bajista para el Ibex 35.

Una operación de similares características a la planteada entre NH Hoteles y Amancio Ortega se ha producido con posterioridad. Se trata de la compra por parte del grupo inversor Metrópolis –participado por destacados empresarios catalanes de diferentes sectores productivos- del 40% del capital de dos hoteles propiedad de la empresa Soteltur, controlada a partes iguales por La Caixa y Occidental Hoteles. Ambos complejos hoteleros han sido arrendados por el plazo de diez años a la cadena Occidental, que seguirá encargándose de su explotación. Para Metrópolis es la segunda incursión en el negocio hotelero, ya que ha adquirido recientemente, junto a un consorcio liderado por el Deutsche Bank, un complejo hotelero también vacacional en Portugal. Su deseo de seguir apostando por el futuro del sector hotelero se ha evidenciado al perseguir el desarrollo de proyectos parecidos con La Caixa. Así, Occidental recauda fondos para intensificar su expansión nacional e internacional, al tiempo que diversifica su cartera hotelera, aligerando sus compromisos inmobiliarios.

3.3.9. El capital local de destino en la expansión de las cadenas hoteleras españolas.

En ocasiones el capital inversor procede del lugar de destino de la operación exterior española. Así, capitales dominicanos, brasileños, venezolanos, argentinos, indonesios, ... han acompañado a las incursiones internacionales de las hoteleras españolas. Éstas

consiguen la gestión del establecimiento amparadas en su tradicional relación con los tour operadores europeos. A veces también asumen riesgos a través de empresas conjuntas con el inversor local. En otros casos, el hotelero español ha conseguido financiación de inversores institucionales nacionales o internacionales, por lo que el empresario español en este último caso aporta exclusivamente *know how* y capacidad de gestión del establecimiento.

Cuadro 3.23.

Estrategias de financiación en el proceso de internacionalización de la empresa hotelera española

Procedencia del capital	**Financiación externa**	**Relaciones entre empresas**
Recursos propios: -Autofinanciación (reinversión de beneficios) -Bolsa -Participaciones accionariales fuera del mercado bursátil	Desde el origen: - Operadores turísticos (alemanes, británicos e italianos, fundamentalmente) - Inversión colectiva (fondos de inversión, de pensiones, fondos de capital riesgo, ...) - Instituciones financieras de crédito - Empresas de otros sectores productivos (inmobiliarias y constructoras, básicamente) - Cotización en el mercado de valores	- Acuerdos accionariales mayoritarios o minoritarios - Creación de nuevas empresas conjuntas con participaciones de las interesadas - Acuerdos contractuales no accionariales
Recursos ajenos: -Endeudamiento a través de entidades crediticias - Endeudamiento en los mercados con emisión de renta fija privada	Desde el destino: - Inversores de la zona (entidades financieras, inmobiliarias, constructoras,...) - Privatizaciones de la gestión hotelera	

Fuente: elaboración propia a partir de trabajo de Ramón (2001).

España ha actuado como plataforma de inversión internacional en América Latina. Los inversores extranjeros hacen uso de los estrechos lazos culturales y sociales que España

tiene con los países del área. Un fenómeno parecido se produce en otras zonas como el Norte de África. El sector hotelero español reproduce lo acontecido en muchas otras actividades industriales y de servicios. España ha mantenido una posición idónea como plataforma lanzadera de inversiones a América Latina y al Norte de África, potenciando la internacionalización de la actividad hotelera nacional.

3.3.10. Los operadores turísticos y la internacionalización.

Podría pensarse en su papel en la internacionalización de las empresas hoteleras españolas. Obviamente, en los proyectos empresariales en los que ya participaban en España, han acompañado a las mismas empresas, lo que para ellos ha supuesto ampliar el número de destinos a ofertar a sus clientes, en la confianza de la experiencia acumulada en los años de relación en España. Los nuevos posicionamientos de las hoteleras españolas han perpetuado la relación ya existente en España, también en el caso de los tour operadores nacionales desarrollados en el seno de grupos diversificados. La comercialización y rentabilidad del producto hotelero en destinos lejanos también ha dependido de la capacidad del tour operador de acercar el destino a sus clientes. A ello hay que añadir la escasa diferenciación que habitualmente existe entre determinados destinos por lo que el tour operador acomoda sus ofertas vacacionales en función de los cambios en la demanda o intereses empresariales propios, provocando oscilaciones en los precios de las habitaciones.

El escenario perfilado nos lleva a confirmar que la internacionalización de las empresas hoteleras españolas ha conducido a un estrechamiento de los vínculos ya existentes con los operadores turísticos.

Una de las razones por las que los intermediarios turísticos se asocian o se integran con compañías hoteleras es la de asegurarse el control y seguimiento de la calidad ofrecida en el paquete turístico. Es decir, se internaliza el activo intermedio compuesto por el canal de compra del consumidor final, ya que su intercambio a través del mercado no garantiza en la misma medida su calidad (Casson, 1985; Hennart, 1988; Reid, 1983; Rugman, 1996; Rugman y Verbeke, 1992; Williamson, 1979). Los hoteles asociados a

tour operadores son aparentemente capaces de conseguir mayores ratios de ocupación, lo que explica que la internalización de esa actividad plantee ventajas competitivas para ambos y se confirme la importancia de la teoría del coste-transacción (Anderson y Gatignon, 1986; Eramilli y Rao, 1993; Hennart, 1989).

El sector de la intermediación turística vive desde los primeros años ochenta un intenso proceso de concentración que alcanza tal envergadura en la actualidad que lo convierte en un sector oligopólico (Bywater, 1998). El mismo autor defiende que en el actual contexto globalizador, la tendencia continúa. La desregulación del transporte aéreo y el uso de la tecnología para potenciar economías de escala en la producción y distribución de operaciones internacionales, han sido importantes motores en la transnacionalización de los operadores turísticos, hecho que hoy parece imparable.

Esta situación puede imprimir al sector hotelero español una presión aún mayor, y puede ser perjudicial a largo plazo en el caso de que los intereses de los tour operadores no sean coincidentes con los de las hoteleras.

La empresa hotelera parece haber reaccionado dirigiendo sus esfuerzos hacia segmentos y destinos más diversificados, alejándose de la excesiva concentración en el producto tipo *resort* en localizaciones vacacionales en Caribe. La extensión de los canales de comercialización sería la base del comportamiento más autónomo respecto de los tour operadores por parte de las hoteleras españolas, pero eso exige un fuerte compromiso con el desarrollo de alternativas de comercialización que conecten a la empresa hotelera con el cliente final más directamente, prescindiendo del intermediario.

De hecho, los grandes tour operadores europeos atraviesan uno de sus momentos más complejos. Emerge un nuevo tipo de viajero en el panorama europeo. Es quizás la clave que nos permita entender mejor lo acontecido en los últimos tiempos en el sector turístico en Europa. Es verdad que los acontecimientos del 11-S, la guerra de Irak y la desaceleración económica en los países europeos son elementos decisivos en esta situación, pero no son los únicos motivos.

Hablamos de un turista cuyo perfil es el de menor renta disponible para viajar, porque la situación económica es difícil. Pero viaja con más frecuencia que antes, durante periodos más cortos de tiempo; empieza a valorar la opción de alquilar una casa como alternativa al alojamiento en un hotel; busca ofertas y buenos precios, incluso aún teniendo que esperar hasta el último momento para decidir sus vacaciones y que ya no pasa siempre por la agencia de viajes para organizar los suyos. Los tour operadores ven cómo su negocio se ve afectado por nuevas incertidumbres, al no conocer con la antelación de antaño cuántos paquetes turísticos se pueden vender en un periodo de tiempo, lo que a su vez dificulta la negociación del número de habitaciones en cada destino. Esta situación de incertidumbre también se traslada al hotelero, que debe intensificar su capacidad de dirigirse directamente al cliente final. Desde Exceltur, una de las principales asociaciones españolas de empresarios turísticos, se habla de la necesidad de reducir los precios por parte de tour operadores y hoteleros, con lo que se ha logrado mantener la ocupación hotelera.

3.3.1.1. Perspectivas financieras del sector hotelero.

La situación en 2003 es compleja e incierta para las cadenas hoteleras. En general, se confía en una pronta recuperación de la actividad porque la llegada de turistas a España, a pesar de haberse resentido, no lo ha hecho en proporciones alarmantes y nuestro país va a recibir, según las previsiones oficiales, mayor número de visitantes que el año pasado. Sin embargo, las cautelas por parte de las empresas hoteleras existen y tienen un reflejo claro en el proceso de toma de decisiones.

Los peores resultados en el negocio en 2002 y la inminencia de un conflicto bélico en Irak a principios de 2003 forzaron a algunas empresas hoteleras a poner en marcha la venta de algunos establecimientos y retrasar las inversiones que tenían previstas, con el fin de reducir riesgos. Así, Sol Meliá anunció su decisión de vender varios establecimientos en Mallorca en un plazo de tres años, Barceló decidió lo propio en relación con algunos hoteles de su oferta estadounidense. Sol Meliá va más allá y anuncia también desinversiones inmobiliarias en los destinos en los que hay más saturación, paralizando asimismo sus proyectos de invertir en el exterior hasta 2004. No

así cadenas como Riu, que avanzan en su expansión internacional entrando en nuevos destinos como Croacia y Rumanía y reforzando su presencia en otros. Igualmente Iberostar busca nuevas oportunidades en Marruecos, Grecia y Croacia.

En general, la información recabada en las patronales del sector hotelero, confirman la reducción de la inversión en infraestructuras, entre un 30 y un 50%. Todo ello debido a la inseguridad de la temporada y a la caída de beneficios de la anterior. Sin embargo, afirman que la planta hotelera en manos de empresas españolas se encuentra en buena situación, ya que en los últimos años se han destinado numerosos fondos para mejorar calidades e infraestructuras.

BIBLIOTECA VIRTUAL

En algún caso particular como el de Sol Meliá, la reacción desinversora puede tener otras causas más allá de las achacables a la coyuntura económica difícil. Informes recientes acerca de la situación de la compañía hablan de "un alto nivel de endeudamiento" (UBS Warburg), que puede obligar a la compañía a vender activos para reducir los niveles de deuda. A principios de junio de 2003 la calificación de la deuda de Sol Meliá fue rebajada hasta el grado de "bono basura" por Standard & Poor's, después de que la empresa hiciera públicos unos malos resultados trimestrales. Los gestores de la cadena argumentan que su situación no es diferente a la que experimentan otras hoteleras, como Hilton o Accor, influidas por un apalancamiento operativo fruto de un activo fuerte. En el caso de Sol Meliá se habla de una deuda de 1.100 millones frente a un activo de 2.700 millones. Confían en que en el momento en que la coyuntura cambie, se recuperan antes las empresas que cuentan con un activo mayor. Además, las fechas de vencimiento de las deudas son diversas. Hay dos puntas en 2004 y 2006. A partir de 2007 los vencimientos son de importes muy inferiores y además la compañía considera poco preocupante el coste medio de dicha deuda, que es del 4,8%, por lo que es afrontada como "razonable y perfectamente amortizable".

Los mercados han castigado con gran dureza la cotización de las compañías hoteleras en el mundo. El terrorismo internacional ha hecho del sector turístico uno de sus principales afectados. El sector no va bien en un momento en que tampoco las bolsas van bien. Incluso la percepción que se tiene desde Sol Meliá, al haber en España sólo dos empresas genuinamente turísticas representadas en la Bolsa española, es que los

inversores les han abandonado y han tomado posiciones en NH Hoteles ante la expectativa de una posible OPA, que finalmente se ha producido –NH Hoteles era una buena candidata al lanzamiento de una OPA hostil porque no contaba con un accionista de referencia y su accionariado está muy repartido-, genera incertidumbre. Sin embargo, se atisba una ligera recuperación. Además, la actividad turística en España se ha mostrado tradicionalmente muy resistente a los ciclos y "en caso de incertidumbre internacional, somos un país tranquilo y conocido", aseguran desde Sol Meliá. Dicha opinión es avalada por el presidente del grupo turístico TUI, que a finales de mayo de 2003 declaraba que España sigue siendo el principal objetivo para TUI, tanto como destino para sus clientes como canalizador de sus operaciones internacionales.

El ajuste vía costes también está resultando estratégico en la evolución reciente de las compañías hoteleras, que optan en bastantes caso por el *outsourcing*, externalizando algunos servicios o por reforzar sus alianzas con otras empresas. La distribución turística está experimentando importantes cambios que pueden producir la pérdida relativa de peso de los tour operadores, que también están reaccionando con el planteamiento de nuevas alianzas. Los servicios de Internet empiezan a competir con los paquetes turísticos cerrados, ya que muchos clientes optan por trasladarse a los lugares de destino mediante la adquisición directa en Internet de billetes aéreos y reservas de hoteles. Para las hoteleras supone un destacable ahorro en comisiones de intermediación.

Sin embargo, hoy por hoy, a la hora de explicar el papel de los tour operadores en el desarrollo del sector hotelero español, hay que adjudicarles un importante protagonismo en la internacionalización de dicho sector, ya que existe evidencia clara de que las cadenas integradas verticalmente con grupos mayoristas nacionales o internacionales son la que presentan un mayor dinamismo en su proceso de expansión internacional. Las razones que explican este proceso apuntan, por un lado, a la mayor disponibilidad de recursos, y por otro, a la posibilidad de beneficiarse como consecuencia de la internacionalización de mayores ventajas derivadas de la internalización de activos intermedios y las sinergias que surgen de ambas actividades. Asimismo, la integración vertical reduce la incertidumbre, asegura la ocupación del establecimiento y facilita la información a lo largo del proceso internacionalizador, circunstancias que alientan la

expansión internacional de la empresa al redundar en una gestión más eficiente de los recursos y mayores ventajas competitivas.

Pero la supeditación a los intereses de los tour operadores también supone riesgos para el sector hotelero español, a pesar de los cuales las varias décadas de relación con los principales operadores europeos, permiten a la hotelería española un acceso favorable y una posición dominante en los mercados internacionales, reforzando sus ventajas de propiedad frente a sus competidores domésticos así como frente a las cadenas hoteleras internacionales, por lo menos en las fases iniciales del proceso.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.4. Una aproximación empírica a los determinantes de las decisiones de endeudamiento de las empresas hoteleras españolas internacionalizadas.

3.4.1. Introducción.

La determinación de la estructura financiera óptima de las empresas y las implicaciones de dicha estructura sobre las decisiones de inversión, constituye uno de los problemas básicos del análisis económico. El origen del debate se puede identificar con el momento de la publicación por Modigliani y Miller (1958) de su artículo "Coste del capital, financiación de las empresas y teoría de la inversión". En este trabajo seminal se afirma que la estructura financiera de las empresas no afecta al coste del capital y, por tanto, tampoco incide en el valor de mercado de las empresas. Existiría una separación entre las decisiones de inversión de la empresa y su financiación, ya que el valor de mercado de cualquier empresa sería independiente de su estructura de capital.

El problema surge cuando la evidencia empírica no se corresponde con dicho planteamiento, lo que sería indicativo de que el sistema financiero puede considerar distintas valoraciones de diferentes estructuras financieras. Durante años, muchos han sido los autores que se han acercado al análisis de los factores que determinan la estructura financiera óptima de una empresa cuando se van relajando las hipótesis de partida del trabajo de Modigliani y Miller. La principal preocupación de buena parte de estos trabajos ha sido la identificación de los determinantes que conducen a la elección de la proporción óptima entre deuda y acciones.

Como recuerdan Argandoña *et al* (1996), las empresas deben decidir no sólo si invierten o no, sino también, de forma casi simultánea, cómo financiar sus inversiones. Las oportunidades de inversión suelen ser financiadas por tres vías posibles: apelando a los beneficios no distribuidos; con cargo a unos mayores niveles de endeudamiento; a través de una ampliación de capital. Tales opciones de financiación no son independientes, sino que en virtud de las imperfecciones del mercado de capitales se estructura lo que se denomina jerarquía financiera.

Edwards (1988) afirmaba que, a pesar de los esfuerzos investigadores, se seguía sin comprender bien lo que determina las decisiones de las empresas en materia de

endeudamiento y dividendos. Azofra e Hidalgo (1990) apuntan que tras treinta años de investigación teórica y empírica, el puzzle de la estructura de capital sigue siendo una asignatura pendiente para la economía financiera de la empresa. Años más tarde, Azofra y Fernández Álvarez (1999) insistían en la misma línea argumental apuntando que cuarenta años después de las proposiciones de Modigliani y Miller, sabemos por qué las empresas emiten deuda y entendemos mejor la política financiera seguida por éstas en el mundo real, aunque todavía no hayamos sido capaces de encajar todas las piezas del rompecabezas.

La literatura financiera reciente sobre problemas de información nos orienta acerca de la preocupación de las empresas por la clase de instrumento financiero que deben utilizar, así como el tipo de inversor que va a proporcionarles la financiación.

Nuestro trabajo tiene por objetivo, en primer lugar, repasar las diferentes aportaciones teóricas y empíricas acerca de los determinantes de la estructura financiera de las empresas, en particular las hoteleras y, en segundo lugar, identificar empíricamente los factores que determinan la decisión de endeudarse por parte de las empresas hoteleras españolas internacionalizadas. Inicialmente, la aspiración de este estudio empírico podría haber sido sensiblemente diferente y, en línea con trabajos como los de Kim (1997) para el sector de restauración en Estados Unidos; Melle (2001) en relación con las características diferenciales entre PYME y grandes compañías españolas y Saá (1991; 1996) sobre tipología de fuentes de financiación de las empresas españolas, se habría tratado de identificar para un grupo de empresas los determinantes de su estructura de capital en términos de autofinanciación, endeudamiento con entidades financieras, emisión de títulos de renta fija o emisión de acciones. Pero la población de la que nos ocupamos en este trabajo plantea el problema de la escasez de alternativas financieras sobre las que apoyar el contraste de la elección entre dichas fuentes de financiación.

En efecto, como se ha apuntado en otras secciones de este trabajo, las empresas hosteleras españolas apenas han acudido a los mercados a colocar acciones o deuda, dándose solamente dos casos entre ellas de actuaciones de esa índole (Sol Meliá y NH Hoteles), lo que induce a pensar que el grado de endeudamiento a través de instituciones

financieras (frente a la alternativa de la autofinanciación) es la clave para comprender las estrategias financieras de las empresas de este tipo y sería el indicador que nos acercaría mejor a su estructura financiera.

En esta Memoria se ha intentado plantear una aproximación cuantitativa a los determinantes del endeudamiento frente a la autofinanciación de las empresas objeto del estudio, teniendo en cuenta el gran interés que despiertan estas vías de investigación y las escasas aportaciones existentes en la literatura referentes al caso español. Sin embargo, las pretensiones han sido modestas, dadas las dificultades que entraña la obtención de información fiable sobre las empresas del sector.

Comenzamos con un breve repaso a las principales aportaciones sobre los determinantes teóricos de la estructura óptima de capital, para pasar a analizar algunos de los trabajos empíricos de referencia tanto en el ámbito internacional como en el español. Una vez planteado el marco teórico y citadas las aportaciones empíricas previas, pasamos a presentar la metodología de nuestro modelo (tanto los datos utilizados como el método econométrico de estimación) y los resultados obtenidos.

3.4.2. Determinantes teóricos.

En cuanto a las principales teorías sobre las decisiones financieras de las empresas, Myers (1984) defendía la existencia de dos enfoques distintos; por un lado, la idea de que existe una estructura financiera óptima para cada empresa; por otro, las empresas adoptan sus decisiones financieras de acuerdo con una preferencia jerárquica sobre las distintas fuentes de financiación a su disposición.

3.4.2.1. La estructura financiera óptima.

A partir del trabajo de Modigliani y Miller (1958), aportaciones posteriores que consideran la existencia de imperfecciones en los mercados, defienden la idea de que el uso del endeudamiento y del capital propio como fuentes de financiación conlleva diferentes ventajas e inconvenientes. Así, las empresas tratan de maximizar su valor

utilizando ambas fuentes en la proporción óptima, o lo que es lo mismo, la proporción que pueda maximizar las ventajas y minimizar los inconvenientes de ambas fuentes financieras.

Las deudas y el capital propio pueden tener la consideración de títulos representativos de diferentes derechos contingentes sobre los flujos de caja futuros de la empresa. En la literatura destacan tres aspectos de las contingencias específicas de cada fuente de financiación, que actúan como determinantes de la estructura financiera óptima. A saber, los impuestos, los costes de bancarrota y los problemas de agencia.

a) Impuestos

Existen tipos impositivos diferentes para la parte de los flujos de caja generados por la empresa que va a parar a los acreedores y la que corresponde a los accionistas. Los intereses de la deuda son considerados deducibles mientras que los dividendos pagados no lo son, por lo que el endeudamiento puede presentar ventajas fiscales para las empresas que optan por esa fuente de financiación.

b) Costes de bancarrota

El endeudamiento aumenta la probabilidad de que la empresa quiebre, por lo que la determinación de la estructura financiera óptima requiere buscar una contrapartida a las ventajas fiscales del endeudamiento a través de los costes asociados a la declaración de quiebra. Ante la falta de una teoría positiva plenamente asentada sobre el fracaso empresarial (Jones, 1987) y desde aproximaciones empíricas al problema, se han construido diversos sistemas de indicadores de alerta temprana de crisis empresariales (Ferrando y Blanco (1988) apuntan los ratios de intereses sobre ventas y los gastos de personal sobre ventas; López Gracia *et al* (1998) hablan, a su vez, de la rentabilidad y la liquidez). Cuando dichos ratios financieros alcanzan ciertos valores, se puede considerar que la enfermedad ya está presente (Ferrando y Blanco, 1998). Para López Gracia *et al* (1998), la probabilidad de que una empresa fracase se mide mejor a través de una combinación de variables financieras y no financieras o cualitativas.

También tienen costes otras formas más suaves de dificultades financieras (Keown *et al*, 1999). A medida que la condición financiera de la compañía pierde fuerza, esto es, a medida que aumentas sus dificultades financieras, los acreedores pueden tener competencias para reducir la actividad económica normal. Los proveedores pueden dejar de suministrar mercancías a crédito. Puede que las inversiones de capital rentables se abandonen e incluso los pagos de dividendos pueden interrumpirse. Puede llegar el momento en que el coste esperado de insolvencia sea lo suficientemente grande como para contrarrestar la ventaja del ahorro fiscal de la financiación con deuda. La compañía deberá recurrir a otras fuentes de financiación, fundamentalmente a la emisión de acciones ordinarias.

c) Problemas de agencia

Según Jensen y Meckling (1976), en las sociedades cuya forma jurídica limita la responsabilidad de sus propietarios, un endeudamiento elevado puede incentivar a sus accionistas a acometer proyectos de alto riesgo. Sin embargo, también puede darse una situación opuesta. En empresas con una situación cercana a la quiebra, los únicos beneficiarios de las inversiones son los acreedores, por lo que los accionistas no tendrían incentivo alguno a afrontar ninguna inversión. Un incremento del endeudamiento aumenta la posibilidad de que aparezcan estos conflictos de intereses. Si los acreedores incorporan estos problemas en la valoración de la prima de riesgo que adjudican a la empresa, un incremento del endeudamiento aumentaría el coste del mismo.

3.4.2.2. Teoría de la jerarquía financiera.

Esta teoría apunta la idea de la preferencia jerárquica de las empresas sobre las distintas fuentes de financiación. Las empresas prefieren los fondos propios internos (autofinanciación) a los fondos externos; después prefieren el endeudamiento bancario; si se ven forzadas, por último, a recurrir a los mercados directos, van a preferir emitir títulos de renta fija a recurrir a la emisión de renta variable.

Siguiendo a Myers (1984), citado en Brealey y Myers (1998), la teoría de la jerarquía financiera funciona de la siguiente forma:

1.- Las empresas prefieren la financiación interna.

2.- Las compañías adaptan sus objetivos de pago de dividendos a sus oportunidades de inversión, a la vez que tratan de evitar cambios repentinos en los dividendos.

3.- Políticas de dividendos fijos, más las impredecibles fluctuaciones en la rentabilidad y en las oportunidades de inversión, se traducen en que los flujos de caja generados internamente son a veces mayores que los gastos de capital, siendo otras veces menores. Si son mayores, la empresa salda la deuda o invierte en títulos fácilmente liquidables; si son menores, la empresa utiliza primero su tesorería o vende sus títulos más líquidos.

4.- Si se necesita financiación externa, las compañías emiten primero los títulos más seguros. O lo que es lo mismo, empiezan con deuda, después pasan a utilizar títulos híbridos como bonos convertibles, y quizá el capital propio se utiliza como último recurso.

Parece haber en la descripción planteada un objetivo ciertamente confuso, el binomio capital propio-deuda, porque existen dos tipos de capital propio, interno y externo; el primero situado en la cumbre de las preferencias financieras y el segundo en la base.

Cuadro 3.24.

Racionalidad de la teoría de la jerarquía financiera desde la óptica del gestor de una empresa
Gerentes valoran flexibilidad - Financiación externa reduce flexibilidad más que la interna
Gerentes valoran control - La deuda genera compromisos y obligaciones - Emitir nuevas acciones debilita el control
Diferencias en costes de emisión
Aversión a emitir acciones por lo que acarrea al trasladar señales adversas al mercado

Fuente: elaboración propia.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Cuadro 3.25.

Preferencias de financiación a largo plazo de las empresas de acuerdo con la teoría de la clasificación jerárquica
1. Ganancias retenidas
2. Deuda
3. Deuda convertible
4. Acciones ordinarias
5. Acciones preferentes

Fuente: Myers (1984), Brealey y Myers (1998).

La teoría de la clasificación jerárquica puede explicar por qué las empresas menos rentables se endeudan más, y la razón no es que tengan un objetivo de ratio de endeudamiento más elevado, sino porque necesitan más financiación externa y la deuda ocupa el siguiente lugar en la clasificación de preferencia financieras cuando los fondos internos están agotados. Para Brealey y Myers (1998), la jerarquía financiera es una consecuencia de la información asimétrica. Los directivos saben más de sus empresas que los inversores externos, y son reacios a emitir capital cuando consideran que el precio es demasiado bajo. Intentan realizar emisiones cuando consideran que las

acciones están justamente valoradas o sobrevaloradas. Los inversores, por su parte, entienden esa situación y valoran negativamente una decisión de emitir acciones, lo que explicaría la habitual caída del precio de la acción cuando se anuncia una emisión de acciones.

En idéntico sentido se expresaban Myers y Majluf (1984) y es recogido por Saá (1991), al apuntar que los inversores peor informados cargan primas de riesgo elevadas para cubrirse frente a la eventualidad de que la empresa se encuentre finalmente en una situación peor que la que los gerentes declaran. Por ello, las empresas prefieren obtener financiación de los inversores supuestamente mejor informados. Prefieren la autofinanciación a la emisión de nuevas acciones y priman el endeudamiento bancario frente a la emisión de títulos de renta fija.

Ante problemas de información de envergadura, la deuda es mejor que el capital propio, por lo que la teoría de la jerarquía financiera nos indicaría que el capital propio debería emitirse sólo cuando se está acabando la capacidad de endeudamiento y la insolvencia financiera puede constituir una amenaza.

La elección del tipo de activo con el que financiarse llevaría a plantear que el coste de insolvencia es mayor para firmas cuyo valor depende de oportunidades de crecimiento o activos intangibles (capital humano, marcas).

Saá (1991) abunda en el tema al referirse a las implicaciones de la existencia de información asimétrica, ya que las mismas afectan al tipo de inversor (interno, individual, mercado) al que la empresa recurrirá para financiarse, pero no hay implicaciones sobre el tipo de instrumento (deuda o capital propio). Por lo que cuando hay problemas de información, las empresas se preocuparán por el tipo de inversor y no por el tipo de activo financiero utilizado.

El análisis realizado por Brealey y Myers (1998) pone de manifiesto que la teoría de la clasificación jerárquica presenta algunas fisuras y no explica bien la existencia de emisiones de capital realizadas por empresas que fácilmente habrían podido endeudarse,

pero sí explica por qué la mayor parte de la financiación externa procede del endeudamiento.

Por último, la teoría de la jerarquía financiera destaca el valor de la holgura financiera. En el largo plazo, el valor de una firma depende más de sus inversiones y decisiones operativas que de su financiación. Mantener cierto grado de desahogo financiero (bajos niveles de deuda) es importante para firmas con numerosas oportunidades de crecimiento[1]. Sin suficiente holgura, la compañía podría verse ubicada al final de la clasificación jerárquica y verse impulsada a elegir entre emitir acciones infravaloradas o endeudamiento y riesgo de insolvencia financiera, o bien desperdiciar oportunidades de inversión con VAN positivo. Sin embargo, hay que prestar atención a la posibilidad de que dicho margen financiero induzca a los directivos a confiarse y sobreinvertir o expandir sus privilegios. Jensen (1986) habla de holgura financiera innecesaria y cómo motivar a los directivos para devolver el dinero en lugar de invertirlo por debajo del coste de capital y gastarlo en operaciones poco interesantes para la organización. Ante ese problema, la deuda puede ser una buena respuesta. La deuda puede disciplinar a los directivos que estén tentados a invertir demasiado, o bien puede ser un elemento de presión para forzar mejoras en la eficiencia operativa.

3.4.3. Estudios empíricos existentes.

En general, podemos afirmar que los estudios empíricos sobre la estructura de capital de las compañías del sector hostelero se encuentran todavía en una fase incipiente, por lo que cualquier trabajo que se aproxime al análisis de los determinantes de la estructura de capital de los diferentes subsectores hosteleros puede ser de utilidad para investigadores y académicos a la hora de comprender mejor las causas del apalancamiento y acercarse al conocimiento de la estructura de capital del sector.

[1] Desde el Departamento de Financiaciones Inmobiliarias de BBVA confirmaban a la autora en 2003 la evidencia empírica que podría ejemplificar lo apuntado para el caso del sector hotelero español, de acuerdo con la experiencia del banco. Las compañías hoteleras españolas han tenido tradicionalmente tal preferencia por la financiación interna a través de ganancias retenidas y tal aversión al endeudamiento que han desperdiciado oportunidades de recurrir al mismo en muy buenas condiciones, destinando sus recursos propios a otras alternativas de inversión con superiores tasas de retorno, con el registro de diferencias en el coste de capital favorables a la empresa hotelera.

La principal limitación aducida habitualmente por los responsables de los escasos estudios dedicados al tema ha sido la escasez de información disponible, normalmente justificada por el limitado número de compañías del sector que cotizan así como por la información incompleta que se encuentra disponible en el caso de las empresas que reportan. En Estados Unidos, donde se ha dedicado más esfuerzo al estudio del sector, son relativamente pocas las firmas que cotizan en los grandes mercados como el New York Stock Exchange (NYSE) o el American Stock Exchange (AMEX), por lo que resulta complicado recoger un conjunto de datos completo. Muchas de las firmas del sector hostelero que cotizan allí lo hacen en mercados OTC (*over the counter*), por lo que buena parte de la información necesaria no está disponible porque no tienen obligación de publicarla (Kim, 1997). También Kwansa *et al* (1987) se enfrentaron a un problema similar al realizar un análisis empírico disponiendo sólo de información de diecinueve firmas hoteleras para determinar si las variables financieras tienen influencia en la estructura de capital de las empresas de alojamiento, con resultados poco significativos; ninguna de las variables individualmente resultó significativa.

Asimismo, Sheel (1994) dispuso de una muestra pequeña para valorar el comportamiento en términos de apalancamiento de las empresas hoteleras y manufactureras, para concluir que factores como la volatilidad de los beneficios, la rentabilidad, el inmovilizado y el marco fiscal resultaban significativos para explicar cambios en el comportamiento empresarial a la hora de endeudarse[2]. A pesar de ello, el autor sugirió incorporar más variables específicas del sector para estudiar el comportamiento de las hoteleras.

Si tales dificultades se encuentran en los estudios similares dedicados al sector hostelero en Estados Unidos, donde el acceso a los mercados por parte de las compañías del sector es más habitual que en Europa, cabe imaginar los problemas adicionales de escasez de información con los que ha de enfrentarse quien pretende hacer un estudio de similares características para las empresas hoteleras españolas. Necesariamente, dicho

[2] En este sentido, conviene recordar que las normas contables o la información financiera no son similares en España y Estados Unidos, al existir distintos criterios de valoración de activos y pasivos así como de ingresos y gastos. Además, el marco fiscal es diferente, por lo que la utilización de *proxies* similares en estudios centrados en el caso americano y español, podría presentar problemas en la interpretación de algunos resultados.

estudio no puede replicar los realizados para el sector en otros países como Estados Unidos.

Los trabajos empíricos realizados sobre la estructura financiera de las empresas americanas obtienen una diferencia significativa en los grados de apalancamiento financiero de las empresas pertenecientes a diferentes actividades productivas. Dicho resultado se utiliza como evidencia empírica a favor de la existencia de una cierta estructura de capital óptima (Saá, 1991).

Ya que para todas las empresas de un mismo sector industrial los determinantes teóricos de la estructura de capital óptima suelen tener valores similares, cabe esperar que su estructura financiera sea parecida. Así, Saá (1991) argumenta que las entidades pertenecientes a los sectores eléctrico y siderúrgico en la mayoría de los países poseen un elevado grado de endeudamiento debido a la poca volatilidad de sus resultados y al fuerte peso en el activo del balance del inmovilizado. Sin embargo, sectores como los servicios o las empresas de tecnología, se encuentran mucho menos endeudados debido a la elevada incertidumbre sobre sus resultados futuros, a los importantes costes de bancarrota asociados a la alta especificidad de sus instalaciones y al elevado porcentaje de su valor intangible. En cuanto a los bajos ratios de endeudamiento de este tipo de empresas, Brealey y Myers (1998) opinan en el mismo sentido, incidiendo en la idea de que muchas de las empresas que componen estos sectores están muy necesitadas de capitales externos.

A partir de la aportación de Saá (1991; 1996) esta parte de la Memoria se centra en el estudio de la decisión de endeudarse con las entidades financieras por parte de las empresas hoteleras españolas, optando por recurrir en mayor o menor medida a esta vía de captación de recursos financieros, frente a la autofinanciación.

3.4.4. El planteamiento del modelo econométrico.

El objetivo de este estudio es analizar los determinantes de la decisión de endeudarse de las multinacionales hoteleras españolas utilizando un modelo econométrico de respuesta binaria.

Tradicionalmente, los modelos econométricos propuestos para el estudio de los determinantes de la estructura de capital de las empresas han usado el ratio de endeudamiento o su incremento como variable endógena. Como variables independientes o explicativas se han utilizado diferentes *proxies* de los determinantes teóricos de la estructura óptima de capital referenciados anteriormente. Asimismo, se suele incorporar el volumen de inversión y autofinanciación como forma de contrastar la validez de la teoría de la jerarquía financiera frente a las teorías que postulan la existencia de una estructura de capital óptima.

Sin embargo, Saá (1991) plantea que este tipo de modelos, a pesar de las diferencias existentes entre ellos, comparten varios problemas comunes. En primer lugar, la simultaneidad de las decisiones de financiación e inversión. Las teorías que no se basan en la irrelevancia de la estructura financiera sobre las decisiones de inversión, establecen de forma implícita que las decisiones de financiación e inversión son simultáneas. Así, el ratio óptimo de endeudamiento, si existe, dependerá del conjunto de posibilidades de inversión. Se necesitaría un modelo que aislara el efecto de las decisiones de inversión y dispusiera de información sobre las posibilidades de inversión de la empresa.

En segundo lugar, hay un problema de cierta envergadura cuando se contrasta la teoría de la jerarquía financiera. Según ésta, decisiones tan distantes en la escala de preferencias de la empresa como son la autofinanciación y la emisión de nuevas acciones, se cuantifican de la misma forma en la variable endógena, ya que ambas son alternativas a la deuda y suponen un aumento del capital propio.

En tercer lugar, habría que considerar la estructura dinámica de las decisiones de financiación. El proceso de ajuste de la relación deuda/capital de una empresa no se

produce de forma inmediata y el intento de explicar el nivel de endeudamiento en un momento dado exigiría formular un mecanismo de ajuste.

Algunos autores han aspirado a obviar esos problemas recurriendo a otras modalidades de contraste de las teorías financieras, como la utilización de experimentos controlados ([Masulis (1980), Masulis y Korwar (1986) y Mikkelson y Partch (1986)]; citados por Saá (1991; 1996)).

Como uno de los objetivo de este capítulo se consideró interesante estimar los determinantes del nivel de endeudamiento de las empresas del hotelero español en un momento dado. Se trata de un intento por valorar la capacidad explicativa de una determinada técnica a partir de unos datos que planteaban limitaciones iniciales por su escasez y por tratarse de la utilización de variables eminentemente financieras.

Como ya se ha comentado anteriormente, este estudio trata de un sector caracterizado por una exigua literatura, aún más reducida si buscamos referencias de tipo empírico, sobre los problemas financieros que afectan al mismo. Asimismo, cabe destacar la escasa utilización por parte de las empresas del sector hotelero de recursos procedentes de los mercados de valores.

El análisis planteado en esta Memoria es de corte transversal porque las fuentes de información empleadas no permiten formar un panel representativo para captar la evolución de las variables correspondientes a cada empresa a lo largo del tiempo.

3.4.5. Metodología de estimación del modelo econométrico.

3.4.5.1. Fuentes de datos.

El presente análisis toma datos de fuentes secundarias e incluye variables cuantitativas, fundamentalmente de carácter financiero. No se incluyen variables cualitativas, que han sido previamente estudiadas en el apartado 3.2. para las cadenas hoteleras españolas internacionalizadas.

La población objeto de estudio son las empresas pertenecientes a cadenas hoteleras españolas que poseen/gestionan al menos un establecimiento hotelero en el exterior a 31 de diciembre de 2001[3]. Se entiende por multinacional hotelera española a toda cadena que cuente, al menos, con un establecimiento fuera del territorio español, tal y como se ha recogido en el apartado 3.2. La unidad de referencia muestral de nuestro modelo está constituida por las empresas y no por los grupos hosteleros objeto de estudio de apartados anteriores. Ello se debe a que en nuestro modelo econométrico utilizamos variables cuantitativas de carácter financiero, y si bien existen cuentas consolidadas para algunos grupos hoteleros, la información recabada correspondiente a empresas pertenecientes a los diferentes grupos, no permite derivar resultados consolidados de grupo por la simple agregación.

[3] Debido a que la información utilizada en el presente epígrafe procede del balance y cuenta de resultados a cierre de ejercicio, sólo se ha podido disponer de datos hasta el 31 de diciembre de 2001 en el momento del cierre de esta Memoria.

Como fuente fundamental para la obtención de la información financiera correspondiente a las empresas seleccionadas se ha recurrido a la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), elaborada por Bureau Van Dijk Electronic Publishing, S.A. e Informa, Información Económica, S.A.. SABI es una base de datos de información contable y financiera de empresas ibéricas, comprendiendo más de 180.000 empresas españolas y 20.000 empresas portuguesas[4].

Las empresas que se incorporan a la base de datos son compañías no financieras que publican sus cuentas y que realizan alguna actividad comercial, con un volumen de facturación que, en general, se sitúa por encima de los 100 millones de las antiguas pesetas (601.012,10 euros).

Se han elegido las cuentas no consolidadas de empresas que corresponden al epígrafe 551 de CNAE-93, o alternativamente, declaran en su objeto social estar desarrollando alguna actividad alojativa de carácter hotelero. De esta forma, las empresas que conforman nuestra muestra son 250, pertenecientes a grupos hoteleros internacionalizados[5].

3.4.5.2. Modelo Probit[6].

El objetivo perseguido con el modelo econométrico que se va a exponer es encontrar la relación existente entre el conjunto de características financieras que definen a cada empresa hotelera y la probabilidad de que dicha empresa recurra a la financiación

[4] Informa fue creada en marzo de 1992 por la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE) y el grupo francés O.R.T. (cuyas acciones pertenecen en su totalidad a Reuters International Holding S.A.R.L.). Desde sus orígenes, la base de datos de Informa se ha alimentado de diversas fuentes de información, públicas y privadas, como el BORME (Boletín Oficial del Registro Mercantil), Depósitos de Cuentas Oficiales, BOE (Boletín Oficial del Estado), Boletines Oficiales Provinciales y de Comunidades Autónomas, prensa nacional y regional, investigaciones ad hoc y varias publicaciones.

[5] La Federación Española de Hoteles (FEH) publicó un informe en 2001 analizando la situación del sector hotelero español en 2000, último de los ejercicios para los cuales publica informes de este tipo. Pues bien, a pesar de no existir una coincidencia clara entre sus datos y los publicados por el INE para el mismo ejercicio, lo cierto es que se apunta que "casi el 56% de las empresas hoteleras son hostales y pensiones, con tendencia a desaparecer" ya que cada vez más establecimientos de este tipo cierran o se convierten en hotel. A juicio de la FEH, el segmento que caracteriza al sector hotelero español y le da importancia son los hoteles de las diferentes categorías.

[6] El término Probit es de Bliss y se corresponde con la abreviatura de "probability unit" (Citado por Cabrer *et al*, 2001).

externa a través del endeudamiento en mayor medida que el resto de empresas de su mismo sector.

La metodología más adecuada para alcanzar dicho objetivo es la que propone la literatura bajo la denominación de modelos de elección binaria, cuyo propósito consiste precisamente en determinar la probabilidad de que una empresa, individuo o unidad, con un conjunto de atributos, elija una determinada opción entre dos alternativas. Esto es, en un modelo de respuesta binaria, el interés descansa principalmente en la probabilidad de respuesta:[7]

$$P(y=1\,|\,\mathbf{x}) = P(y=1\,|\,x_1, x_2, ..., x_k) \qquad (1)$$

Utilizamos *y* para denotar a la variable binaria que toma valor 1 cuando se elige una opción (endeudarse relativamente más que el resto de empresas hoteleras) y cero en caso contrario. Usamos **x** para denotar el conjunto completo de variables explicativas de la decisión adoptada (características financieras de la empresa).

Existen distintos modelos de elección binaria según sean los supuestos que se incorporen en la especificación de la relación entre la probabilidad y el conjunto de atributos de cada empresa.

Los modelos de elección binaria tradicionales especifican una relación entre las características de cada individuo y la probabilidad de la siguiente forma:

$$P(y=1\,|\,\mathbf{x}) = P(y=1\,|\,x_1, x_2, ..., x_k) = G(\beta_0 + \beta_1 x_1 + ... + \beta_k x_k) = G(\beta_0 + \mathbf{x}\hat{\boldsymbol{\alpha}}) \qquad (2)$$

donde G es una función que asume valores que se hallan estrictamente entre cero y uno, tradicionalmente funciones de distribución de probabilidad acumulada. Así, tres son los modelos de elección binaria más comunes que se diferencian en la función G(·) utilizada en su especificación (Cabrer *et al*, 2001):

[7] Nótese que al tratarse de una variable binaria *y*={0,1}entonces P(*y*=1)=*P*, P(*y*=0)=1-*P*, E(*y*)=1· P(*y*=1)+0· P(*y*=0)=*P*.

- Modelo Lineal de Probabilidad: Uniforme
- Modelo Probit: Normal Estándar
- Modelo Logit: Logística

Como afirma Wooldridge (2001), los economistas suelen favorecer la suposición de normalidad, razón por la cual el modelo Probit es muy popular en econometría. Además, algunos problemas de especificación, se analizan de forma más sencilla utilizando un Probit debido a las propiedades de la distribución normal. Así, en la estimación de nuestro modelo econométrico utilizaremos la especificación del modelo Probit.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Los modelos de elección binaria se derivan del denominado modelo de variable latente subyacente que satisface las suposiciones del modelo lineal clásico (Wooldrige, 2001). Sea y^* una variable inobservable o latente determinada por:

$$y^* = \boldsymbol{\beta}_0 + \mathbf{x}\boldsymbol{\beta} + e$$
$$y = 1[y^* > 0] \qquad (3)$$

donde se utiliza la expresión 1[·] para definir un resultado binario. La función 1[·] se denomina función indicador, la cual asume el valor uno si el hecho representado entre corchetes es verdadero y cero si no es así. Se supone que el término de error e es independiente de $\mathbf{x}$ y se distribuye de forma simétrica alrededor de cero. De (3) y de los supuestos anteriores derivamos la probabilidad de respuesta para y:

$$P(y=1 \mid \mathbf{x}) = P(y^* > 0 \mid \mathbf{x}) = P[e > -(\boldsymbol{\beta}_0 + \mathbf{x}\boldsymbol{\beta}) \mid \mathbf{x}] = 1 - G[-(\boldsymbol{\beta}_0 + \mathbf{x}\boldsymbol{\beta})] = G(\boldsymbol{\beta}_0 + \mathbf{x}\boldsymbol{\beta}) \quad (4)$$

que es exactamente igual que (2).

La estimación del modelo Probit (2) se hace mediante métodos de máxima verosimilitud (véase Greene, 1998). Los resultados de dicha estimación requieren algún comentario ya que, a diferencia del modelo lineal general, ni los coeficientes $\mathbf{b}$ estimados pueden interpretarse como el efecto parcial de las variables sobre la probabilidad de respuesta,

ni se pueden aplicar los estadísticos tradicionales para analizar la bondad del ajuste global del modelo.

En efecto, si bien el signo del coeficiente estimado coincide con el signo de la derivada parcial de las variables sobre la probabilidad de respuesta, dicha derivada parcial depende además del valor de las variables explicativas y del resto de coeficientes estimados.

En el caso de una variable x_j continua, su efecto parcial sobre $p(\mathbf{x})=P(y=1|\mathbf{x})$ se obtiene de la derivada parcial:

$$\frac{\partial p(\mathbf{x})}{\partial x_j} = g(\beta_0 + \mathbf{x}\hat{\boldsymbol{\beta}})\beta_j \text{, donde } g(z) \equiv \frac{dG}{dz}(z) \qquad (5)$$

Es por ello que en la interpretación de los coeficientes estimados destaca la significatividad del coeficiente[8] y su signo para contrastar la derivada parcial (5), pero para conocer el efecto de una variación infinitesimal de una variable explicativa sobre la probabilidad de respuesta $p(\mathbf{x})$ será necesario calcular el valor de (5).

De igual forma se plantean una serie de problemas a la hora de encontrar medidas para valorar el ajuste global del modelo. El propósito del modelo Probit es predecir la probabilidad de respuesta dado un conjunto de características. El resultado de la estimación proporciona una probabilidad estimada para cada individuo. Para obtener una medida global del ajuste sería necesario calcular el error cometido, pero en realidad no se observa la probabilidad del individuo, sino si éste tomó o no la decisión, por lo que los errores cometidos no son directamente observables.

Como medidas alternativas para medir el buen ajuste existen tres métodos que son los más popularmente utilizados: el porcentaje de pronósticos correctos, la pseudo-R^2 y el estadístico razón de verosimilitud.

[8] Dado que los estimadores de máxima verosimilitud, además de ser consistentes y eficientes asintóticamente, son asintóticamente normales, puede aplicarse el análogo a la prueba *t* para contrastar su significatividad.

Una medida del buen ajuste es el denominado porcentaje de pronósticos correctos, que se estima como sigue (Wooldridge, 2001): para cada individuo *i*, se calcula la probabilidad estimada de que y_i asuma el valor uno.

$$\begin{cases} \text{si } G(\hat{\beta}_0 + \mathbf{x_i}\hat{\boldsymbol{\alpha}} > 0.5 & \text{la predicción de } y_i \text{ es 1} \\ \text{si } G(\hat{\beta}_0 + \mathbf{x_i}\hat{\boldsymbol{\alpha}} \leq 0.5 & \text{la predicción de } y_i \text{ es 0} \end{cases} \qquad (6)$$

El porcentaje de veces en que la y_i pronosticada corresponde a la y_i real es el porcentaje de pronósticos correctos.

También hay diversas medidas de pseudo-R^2 para la respuesta binaria. Mc Fadden (1974) propone la medida $1-L_{NR}/L_0$, donde L_{NR} es la función de log-verosimilitud para el modelo estimado y L_0 es la correspondiente al modelo con sólo el término constante. Igualmente, para contrastar la significación conjunta del modelo se suele utilizar el estadístico de razón de verosimilitud $2(L_{NR}-L_0)$ que se distribuye asintóticamente como una χ^2 con $k-1$ grados de libertad.

Un último problema que conviene destacar es el de la existencia de heterocedasticidad en el término de error del modelo subyacente (3) ya que, a diferencia de lo que ocurre con el modelo lineal general, la presencia de heterocedasticidad supone que la estimación maximoverosímil del modelo (2) sea inconsistente, por lo que será necesario contrastar la hipótesis de homocedasticidad antes de dar validez a los resultados de la estimación del modelo Probit.

En este modelo seguiremos a Greene (1998) y utilizaremos como contraste de heterocedasticidad el estadístico de multiplicadores de Lagrange para contrastar la hipótesis de que la heterocedasticidad del término de error del modelo subyacente depende de una serie de variables[9] Z: $\text{Var}(e)=[\exp(\boldsymbol{\gamma}'\mathbf{Z})]^2$

[9] Nótese que ahora $P(y_j=1)=G(\mathbf{x_j}\boldsymbol{\beta}|[\exp(\boldsymbol{\gamma}'\mathbf{Z})]^2)$, por lo que ahora la función de verosimilitud a estimar cambia respecto al modelo Probit.

3.4.5.3. Variables utilizadas en el modelo econométrico.

Mientras los acreedores prefieren un grado de endeudamiento no muy elevado, los operadores en el negocio hostelero preferirán a menudo tener un endeudamiento elevado. Un artículo de *Fortune* (1990) mostraba que entre los primeros años de la década de los ochenta y los últimos, el ratio de deuda medio de las empresas no financieras americanas había crecido del 34 al 48%. Preguntados por esa tendencia, una parte de los estudiosos del tema contestaban que se estaba utilizando mucha deuda, mientras otros argüían que las empresas deberían utilizar la deuda mucho más. Estos últimos basaban su respuesta en que la deuda era la fuente de recursos más barata. Las firmas japonesas y alemanas tienden a endeudarse más que las de Estados Unidos y por ello, las firmas americanas pueden tener que recurrir más a la deuda para competir mejor en los mercados globales. Por su parte, el sector hostelero está fuertemente apalancado. La hotelería pide prestado más que cualquier otra industria. Pero hay sectores que la superan a la hora de demandar recursos ajenos, las líneas aéreas, el sector inmobiliario y la banca (Kim, 1997). Si las actividades hosteleras están tan apalancadas, habrá que intentar averiguar qué características afectan a los ratios de endeudamiento de las empresas del sector.

3.4.5.3.1. Variable dependiente.

La variable central en el análisis de la estructura financiera de las empresas hoteleras es el grado de endeudamiento relativo medido como:

$$\text{RATIODEUDA} = \frac{AcreedoresLP + AcreedoresCP}{TotalPasivo}$$

Este ratio mide el grado de dependencia que tiene la empresa respecto a su financiación ajena. Cuanto mayor sea el ratio, mayor deuda posee la empresa respecto al total de la financiación de la que dispone, por tanto, menor será la protección de los acreedores y mayor el riesgo asumido por éstos.

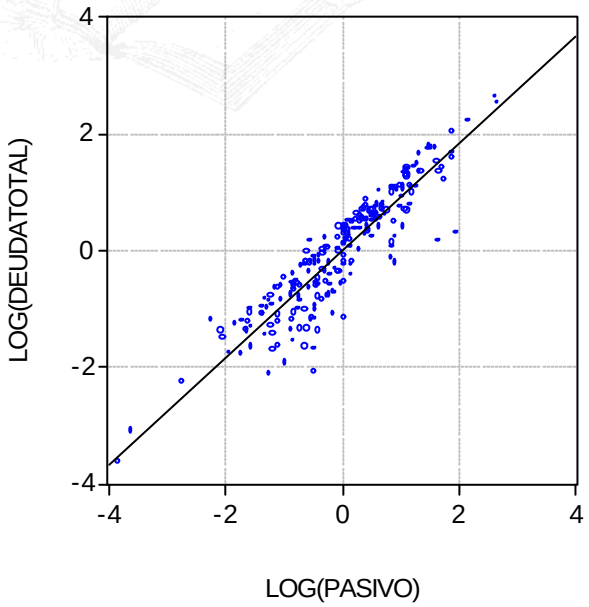
Se han excluido del numerador ciertas masas patrimoniales que estrictamente no poseen las características de los recursos propios ni las de los recursos ajenos (ingresos a distribuir en varios ejercicios y provisiones para riesgos y gastos). No existe un consenso en la literatura contable ni por parte de los analistas financieros respecto a cuál es el epígrafe más adecuado, dependiendo del objetivo del trabajo o del análisis concreto, se elige una clasificación u otra.

Como se observa en el Gráfico 3.4 el comportamiento dentro del sector hotelero internacionalizado según nuestra muestra de 250 empresas resulta bastante homogéneo, estimándose una elasticidad del endeudamiento frente al incremento porcentual del Pasivo es del 98% (Cuadro 3.26)[10].

BIBLIOTECA VIRTUAL

Gráfico 3.4.

Elasticidad del endeudamiento respecto al incremento porcentual del pasivo



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de SABI a 31 diciembre de 2001.

Datos estandarizados.

[10] Frente a este 98% el mismo análisis proporciona una elasticidad del 94% (estadísticamente inferior a la anterior) en las empresas hoteleras no internacionalizadas según los datos de SABI a diciembre de 2001.

Cuadro 3.26.

Elasticidad del endeudamiento respecto al incremento porcentual del pasivo

Dependent Variable: LOG(DEUDATOTAL)
Method: Least Squares
Included observations: 250

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.502061	0.44471	-1.128963	0.26
LOG(PASIVO)	0.982365	0.027767	35.37851	0

R-squared	0.834627	Mean dependent var	15.13744
Adjusted R-squared	0.83396	S.D. dependent var	1.880228
S.E. of regression	0.766155	Akaike info criterion	2.313104
Sum squared resid	145.5745	Schwarz criterion	2.341276
Log likelihood	-287.138	F-statistic	1251.639
Durbin-Watson stat	1.674887	Prob(F-statistic)	0

Fuente: elaboración propia.

Dado este comportamiento homogéneo dentro del sector hotelero internacionalizado, y con el objeto de profundizar en el conocimiento de la estructura financiera del sector, el objetivo que se persigue con este modelo econométrico es encontrar la relación existente entre el conjunto de características financieras que definen a cada empresa hotelera y la probabilidad de que dicha empresa recurra a la financiación externa a través del endeudamiento en mayor medida que el resto de empresas de su mismo sector.

Para ello, se han construido dos variables dicotómicas a partir de la variable RATIODEUDA, que permitan valorar en qué medida cada una de las empresas de la muestra ha decidido endeudarse por encima del conjunto de todas ellas. Estas dos variables surgen como consecuencia de la elección de dos medidas alternativas del comportamiento central del conjunto de empresas: la media y la mediana de RATIODEUDA (0.57 y 0.58, respectivamente).

$$\text{A)} \quad \text{DMEDIA} = \begin{cases} 1 \text{ si RATIODEUDA} > \text{media RATIODEUDA} \\ 0 \text{ en otro caso} \end{cases}$$

$$\text{B)} \ \text{DMEDIANA} = \begin{cases} 1 \text{ si RATIODEUDA} > \text{mediana RATIODEUDA} \\ 0 \text{ en otro caso} \end{cases}$$

En el primer caso, se han tomado como empresas más endeudadas[11] (valor 1) a las empresas que se sitúan por encima de la media y como menos endeudadas (valor 0) las situadas por debajo.

De forma similar, en el segundo caso, se ha otorgado el valor 1 (empresas más endeudadas) a las que superaban la mediana y valor 0 (menos endeudadas) a las que no la superaban.

En el Cuadro 3.27 se muestra el número de empresas en cada categoría según los dos criterios, no observándose diferencias sustanciales en la clasificación de las empresas de acuerdo con los dos criterios seleccionados.

Cuadro 3.27.

Número de empresas distribuidas según la media y la mediana

		DMEDIANA		
		0	1	Total
DMEDIA	0	123	0	123
	1	2	125	127
	Total	125	125	250

Fuente: elaboración propia.

[11] Empresas que tienden a endeudarse por encima del valor medio de la variable RATIODEUDA de la muestra.

3.4.5.3.2. Variables independientes[12].

a) Rentabilidad bruta:

El ratio de endeudamiento está negativamente relacionado con la rentabilidad de las compañías según la teoría de la jerarquía financiera, ya que las empresas menos rentables necesitan financiación porque al no tener capacidad de autofinanciarse, recurrirían a la deuda como siguiente opción en la preferencia jerárquica. Los analistas financieros son más prudentes cuando apuntan que la empresa, una vez cumplidos sus compromisos con los acreedores, y según los recursos que haya generado en el periodo, tendrá una mayor o menor probabilidad de endeudarse. "La capacidad de endeudamiento es una importante fuente de fondos en tiempos de escasez de dinero y también cuando la empresa debe reembolsar su deuda a corto plazo... La capacidad de endeudamiento depende de muchos factores y está sujeta a cambios rápidos. Depende de la rentabilidad, estabilidad, tamaño relativo, situación del sector, composición del activo y estructura del capital. También depende de factores externos como la situación del mercado crediticio y de las tendencias" (Bernstein, 1996, p. 79).

$$\text{RAI/ACT} = \frac{Resultado Antes Impuestos}{Total Activo}$$

Mide el resultado bruto que ha obtenido la empresa antes de impuestos y lo pondera según el tamaño de la compañía.

El signo esperado para esta variable es negativo según la teoría de la jerarquía financiera.

[12] Un parámetro que se consideró fue la fiscalidad. Sin embargo, finalmente, no se incluyó una variable representativa de la fiscalidad en el modelo debido a que los datos disponibles no lo permitieron. Asimismo, todas las empresas estudiadas están sometidas a similar régimen fiscal, por lo que una variable *proxy* de fiscalidad no nos permitiría discriminar entre empresas.

b) Coste del endeudamiento:

Suponiendo un comportamiento racional de las empresas hoteleras, éstas se endeudarán menos cuanto mayor sea el coste del endeudamiento.

$$RATIOGFIN = \frac{GtosFinancierosyGtosAsimilados + Var\ Prov Inv Financieras + DifNegCambio - DifPosCambio}{AcreedoresLP + AcreedoresCP}$$

Este ratio mide el coste para la empresa derivado de la utilización de fondos ajenos.

Un ratio más puro desde el punto de vista económico y financiero incluye en el denominador solamente las deudas que tienen coste, excluyendo las que no lo tienen. Debido a que no ha sido posible realizar dicha desagregación porque la base de datos elegida no proporciona información suficiente para ello, se han utilizado las masas patrimoniales totales (acreedores a largo plazo y acreedores a corto plazo).

El signo esperado para esta variable es negativo.

c) Costes de bancarrota:

Para buena parte de los analistas financieros la primera cuestión a destacar es que la tesorería es la herramienta con más rigor financiero existente en la actualidad, ya que no tiene posibilidad de ser manipulado, a diferencia de otras magnitudes de gran importancia financiera. "En muchas ocasiones se ha dicho que el *cash flow* es un hecho y el beneficio una opinión, esto es debido a que el *cash flow* tiene rigor en sí mismo sin posibilidad de influir sobre él para que, con artimañas legales o ilegales, buenas o malas, pueda dar diferentes resultados en diferentes escenarios" (Romera, 2001 p. 8).

De acuerdo Romera (2001) y Maseda e Iturralde (2001), si una empresa está haciendo unas previsiones de financiación y obtiene una previsión de *cash flow* neto negativo para el año siguiente, quiere decir que sus orígenes van a ser menores que sus aplicaciones de fondos en el siguiente año y, ante ese desequilibrio, la empresa puede decantarse bien por reducir la inversión en activos y gastos o bien puede incrementar la financiación con pasivos e ingresos. Ante las dificultades de variar las previsiones de inversión y los problemas que supone el aumento de la financiación vía proveedores o la imposibilidad de ampliar capital debido a la falta de disponibilidad de fondos por parte de los accionistas (especialmente PYME), lo que suele suceder es que, ante esta necesidad de liquidez, se pida financiación a agentes ajenos, como pueden ser bancos.

Puede haber empresas que, aún teniendo rentabilidades elevadas, no perciben que el crecimiento exige grandes cantidades de recursos, por lo que, en más de una ocasión, una estrategia de crecimiento agresiva puede provocar la entrada en suspensión de pagos por una falta de buena previsión de *cash flow*.

Un endeudamiento excesivo puede llevar a la empresa a la bancarrota, debido a la existencia de costes asociados a la declaración de quiebra, el interés de las empresas por endeudarse es menor cuanto mayor es la probabilidad de que este endeudamiento pueda conducir a la quiebra. Es muy difícil encontrar una variable que aproxime, con una cierta verosimilitud, el importe de las pérdidas en que puede incurrir una empresa en el caso de que fracase.

Una buena gestión de la tesorería lleva implícito un menor riesgo de fracaso empresarial.

Cualquier estudio de esta característica debe contemplar una variable de liquidez y se ha escogido la siguiente:

$$\text{TES} = \frac{Tesorería_t - Tesorería_{t-1}}{Tesorería_{t-1}}$$

Mide la evolución de los flujos de caja y efectivos que ha tenido la entidad con respecto al año anterior.

El signo esperado para esta variable es negativo.

d) Dividendos:

La literatura financiera sugiere que el pago de dividendos puede ser una señal que los gerentes utilizan para transmitir información a los mercados. Los dividendos tienen un tratamiento fiscal que hace que las empresas tengan interés en reducirlos. También es cierto que las empresas son reacias a reducir o suprimir su pago. *Ceteris paribus* cabe esperar que las empresas que no pagan dividendos, tendrán mayores problemas en transmitir información a los mercados de capitales (Saá, 1991). Asimismo, existen empresas que determinan sus políticas de dividendos de antemano, lo que es frecuente en determinados sectores de actividad, aunque no precisamente en el que es objeto de este estudio. No obstante, dicha actuación con respecto al reparto de dividendos por parte de algunas empresas complica aún más la interpretación de los mismos (Gonzalo Angulo *et al*, 1998).

La capacidad de la empresa para generar y captar fondos, así como los planes de inversión contemplados, son factores que deberían ser importantes en la política de dividendos asumida por cada empresa.

Se ha escogido una variable dicotómica que indica si las empresas pagan dividendos, por lo que se recoge la existencia o no de dividendos repartidos en el ejercicio:

DIV = 1 si se reparten dividendos en el ejercicio
DIV = 0 si no se reparten dividendos en el ejercicio

El signo esperado para esta variable tiene un carácter indeterminado.

e) Rentabilidad económica:

Según la teoría de la jerarquía financiera, cuanto mayor sea la rentabilidad de una empresa, mayor será la probabilidad de que pueda autofinanciar todas sus inversiones.

En el análisis financiero, el coste del capital ajeno es clave en el estudio del apalancamiento financiero. Si el diferencial entre la rentabilidad económica y el coste de los fondos ajenos utilizados es positivo, la sustitución de financiación propia por ajena, hasta aquel límite que garantice la propia solvencia de la empresa, favorecerá la rentabilidad financiera. Por el contrario, si el diferencial fuese negativo, cuanto mayor fuese la proporción de financiación ajena, mayor sería el perjuicio causado en la rentabilidad de los recursos propios (Gonzalo Angulo *et al*, 1998). En sentido similar se expresan Goxens y Gay (2000).

Para valorar dichos efectos en la decisión de endeudamiento de las empresas hoteleras se ha introducido la variable siguiente:

$$\text{RENTECON} = \frac{BAII}{TotalActivo}$$

Mide la relación entre el beneficio y la inversión realizada. Es la rentabilidad que la empresa ha generado con la inversión efectuada. En el numerador se ha considerado el BAII (resultado antes de intereses e impuestos) y en el denominador la inversión total.

El signo esperado para esta variable tiene un carácter indeterminado.

f) Antigüedad:

La edad de las empresas prestatarias puede ser una señal informativa de "reputación" de la empresa, relevante para las entidades financieras en sus

decisiones de inversión crediticia, ya que éstas consideran las elevadas tasas de mortalidad en los primeros años de actuación de las empresas (Melle, 2001).

En general, las empresas más jóvenes, con unas expectativas de crecimiento importantes, requieren de más fondos (Romera, 2001).

ANTIG = antigüedad en años con respecto a 2001

Refleja el tiempo que lleva la empresa operando en el mercado. Puede indicar la etapa en la que se encuentra la compañía: crecimiento, expansión, declive, etc.

El signo esperado para esta variable tiene un carácter indeterminado.

g) Inmovilizado:

Existe una relación positiva entre el inmovilizado y el ratio de endeudamiento, el impacto positivo del inmovilizado en el endeudamiento se debería al hecho de que el inmovilizado puede actuar como garantía ante la necesidad de recurrir al endeudamiento. Siguiendo los estudios planteados acerca de los problemas de agencia por Jensen y Meckling (1976) y Myers (1984), el impacto positivo del inmovilizado sobre el ratio de deuda está relacionado con el hecho de que puede haber un mayor endeudamiento si hay activos suficientes para garantizar el cumplimiento de los compromisos de la deuda.

Kwansa *et al* (1987) intentaron probar dicha relación para el sector de alojamientos en Estados Unidos, sin obtener resultados empíricos significativos.

En general, las empresas turísticas dedicadas al alojamiento concentran sus mayores inversiones en inmovilizados materiales.

Según Vacas (2001) el 77 por ciento de la estructura del activo de los establecimientos hoteleros españoles corresponde a inmovilizados, cifra poco sorprendente si se tiene en cuenta la necesidad de los hoteles de realizar

importantes inversiones, fundamentalmente en construcciones, instalaciones y mobiliario, para realizar su actividad normal.

A falta de información precisa sobre la realidad correspondiente a las empresas hoteleras internacionalizadas, cabe suponer que, en la medida en que decanten su estrategia de expansión hacia fórmulas diferentes de la propiedad, el peso del inmovilizado material descenderá en su estructura de activo.

En general, los analistas financieros argumentan en idéntico sentido, que el mayor peso del inmovilizado disminuye el riesgo esperado en el comportamiento de la empresa, por lo que iría asociado a mayores posibilidades de endeudamiento.

Asimismo, López Gracia, *et al* (1998), afirma la menor probabilidad de fracaso empresarial de aquellas empresas con mayor peso del inmovilizado.

Por otro lado, a juicio de Manzano y Porras (2002), el ritmo de depreciación de los elementos del inmovilizado de un hotel es mucho más rápido que en cualquier otra empresa y, además, no sólo se deprecia con el paso del tiempo y el uso, sino que queda obsoleto muy rápidamente y debe ser sustituido con cierta frecuencia. Uno de los problemas graves que ha sufrido el sector hotelero español ha sido su fuerte descapitalización, que tiene su origen en una deficiente política de amortizaciones.

$$\text{INMOV} = \frac{Inmovilizado - DotaciónAmortizaciones}{TotalActivo}$$

Mide el valor del inmovilizado neto sobre el total del activo de la empresa.

El signo esperado para esta variable es positivo.

h) Inversión:

Según la teoría de la jerarquía financiera, cuanto mayor sea el volumen de inversión de una empresa, mayor debe ser la probabilidad de que acuda a fuentes de financiación de una jerarquía superior.

El activo material puede considerarse en el sector hotelero la parte más importante del inmovilizado y su evolución constituye una variable representativa clave para estudiar buena parte de las inversiones realizadas por las empresas hoteleras.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Más del 80 por ciento del total del activo de un hotel está constituido por activo fijo, sobre todo material, y el inmovilizado inmaterial tiene menor importancia (Manzano y Porras, 2002).

Saá (1991) utiliza para contrastar la teoría de la jerarquía financiera el ratio siguiente:

$$\text{ACTMAT} = \frac{ActivoMaterial_t - ActivoMaterial_{t-1}}{TotalActivo_t}$$

Recoge la evolución del inmovilizado material con respecto al ejercicio anterior, es decir, los recursos tangibles con los que cuenta la entidad para desarrollar el proceso productivo.

El signo esperado para esta variable es positivo.

Cuadro 3.28.

Variables explicativas	
Variable[13]	**Signo esperado**
RAI/ACT	Negativo
RATIO GFIN	Negativo
TES	Negativo
DIV	Indeterminado
RENTECON	Indeterminado
ANTIG	Indeterminado
INMOV	Positivo
ACTMAT	Positivo

Fuente: elaboración propia.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

[13] Con la intención de captar la presencia de comportamientos no lineales se ha decidido introducir en los modelos las variables TES^2 y $RENTECON^2$, cuya significación se evaluará conjuntamente con TES y RENTECON, respectivamente.

3.4.6. Resultados de las estimaciones del modelo econométrico.

Los resultados de la estimación por máxima verosimilitud del modelo Probit se muestran en el cuadro 3.29:

Cuadro 3.29.

Estimaciones de los modelos Probit para la decisión de endeudamiento

	VARIABLE DEPENDIENTE	
Variables independientes	**P(Dmedia=1)**	**P(Dmediana=1)**
CONSTANTE	1.42* (3.536815)	1.36* (3.411986)
RAI/ACT	-255.64* (-7.657454)	-262.06* (-7.656045)
RATIOGFIN	-126.25* (-7.303676)	-129.51* (-7.327656)
TES	0.04 (1.761706)	0.04 (1.905926)
TES^2	-4.76E-06 (-1.362478)	-5.10E-06 (-1.503128)
DIV	1.15** (2.082093)	1.30** (2.281354)
RENTECON	252.50 (7.554876)	258.991 (7.556626)
$RENTECON^2$	-1.37 (-0.917759)	-1.26 (-0.841660)
ANTIG	-0.05* (-3.473562)	-0.06* (-3.633718)
INMOV	-2.07* (-3.721883)	-2.03* (-3.646249)
ACTMAT	0.69 (0.653428)	0.78 (0.731792)
Número de observaciones: 250		
Medidas de ajuste global		
Estadístico razón de verosimilitud para la significación conjunta (10 gl) Probabilidad del estadístico > $\chi^2(10)$	236.49 (0.000000)	239.14 (0.000000)
Pseudo-R^2 de McFadden	0.682490	0.690002
Contraste de heterocedasticidad, Ho: ausencia de heterocedasticidad		
Estadístico χ^2 (14 gl)[a] Probabilidad del estadístico > $\chi^2(14)$	0.64 (1.000000)	0.60 (1.000000)
Estadístico χ^2 (2 gl)[b] Probabilidad del estadístico > $\chi^2(2)$	1.21 (0.546500)	1.53 (0.465100)

Los valores entre paréntesis corresponden al valor del estadístico-z
* Significativo al 99% de confianza
** Significativo al 95% de confianza
a H1: Heterocedasticidad en el término de error del modelo subyacente del tipo Var(e)=$[exp(\boldsymbol{g}'\boldsymbol{Z})]^2$ con $\boldsymbol{Z}$ formada por 14 variables que corresponden a todas las variables independientes más RATIODEUDA, ACTIVO y DEUDATOTAL[14]
b H1: Heterocedasticidad en el término de error del modelo subyacente del tipo Var(e)=$[exp(\boldsymbol{g}'\boldsymbol{Z})]^2$ con $\boldsymbol{Z}$ formada por las variables ACTIVO y DEUDATOTAL

Fuente: elaboración propia.

[14] El estadístico χ^2 es un test de razón de verosimilitud entre los resultados de la estimación del modelo Probit ajustado por la presencia de heterocedasticidad y del modelo Probit sin ajustar. La variable ACTIVO corresponde al Activo total de cada empresa y la variable DEUDATOTAL a la suma Acreedores a Largo Plazo + Acreedores a Corto Plazo.

Las estimaciones de los dos modelos ofrecen resultados robustos. Los signos de los coeficientes son los mismos y el grado de significación de las variables independientes es muy similar. Pese a que, individualmente se puede observar que alguna de las variables independientes no resulta estadísticamente significativa (ACTMAT[15]), el modelo es globalmente significativo como muestra el estadístico razón de verosimilitud y la Pseudo-R^2 de McFadden.

Los signos de los coeficientes son los esperados según el Cuadro 3.28, a excepción de la variable INMOV (cuya interpretación se comenta más adelante) y en el sentido que la teoría predice, por tanto, se obtiene evidencia empírica que confirma la validez de los resultados obtenidos.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Cuadro 3.30.

Capacidad de predicción del modelo Probit tomando como referencia la media de la variable dependiente

	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	112	11	123
P(Dep=1)>C	11	116	127
Total	123	127	250
Correct	112	116	228
% Correct	91.06	91.34	91.20
% Incorrect	8.94	8.66	8.80

Fuente: elaboración propia.

Cuadro 3.31.

Capacidad de predicción del modelo Probit tomando como referencia la mediana de la variable dependiente

	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	115	9	124
P(Dep=1)>C	10	116	126
Total	125	125	250
Correct	115	116	231
% Correct	92.00	92.80	92.40
% Incorrect	8.00	7.20	7.60

Fuente: elaboración propia.

[15] ACTMAT no resulta significativa, en línea con los resultados obtenidos por Saá (1991).

Los Cuadros 3.30 y 3.31 informan acerca de la capacidad de predicción del modelo. El porcentaje de pronósticos correctos por encima del noventa por ciento resulta altamente satisfactorio.

El contraste de heterocedasticidad arroja como resultado que no se puede rechazar la hipótesis nula (H_0 = homocedasticidad), por lo que el estimador máximo verosímil de los dos modelos Probit es consistente y asintóticamente eficiente.

Hay un resultado anómalo que es necesario explicar; el comportamiento de la variable INMOV (el valor del inmovilizado neto sobre el total del activo de la empresa). Se esperaba un signo positivo y la estimación nos proporciona un signo negativo para dicha variable. Esto podría deberse al hecho de que, si bien en la mayoría de sectores el inmovilizado actúa como garantía a la hora de atender los compromisos de la deuda, en el sector hotelero, caracterizado por la gran importancia del inmovilizado en la estructura del activo de sus establecimientos, su rápido ritmo de depreciación y el hecho de quedarse obsoleto con celeridad y tener que ser sustituido con cierta frecuencia, éste no tendría la misma capacidad de discriminar entre empresas que puede tener en otros sectores. Esto parece confirmar la afirmación realizada por Manzano y Porras (2002) acerca de la deficiente política de amortizaciones llevada a cabo en el sector hotelero español, que le ha provocado una importante descapitalización.

Ya Kwansa *et al* (1987), en su estudio sobre el sector de alojamientos en Estados Unidos obtuvo resultados similares, confirmando un resultado empírico no significativo para esta variable.

A partir de los datos obtenidos de la base de datos SABI para las empresas hoteleras pertenecientes a grupos españoles con actividad internacional, la evidencia empírica recogida es consistente con la idea de que las empresas presentan una cierta preferencia jerárquica cuando optan por recurrir a un endeudamiento relativo mayor frente a otras fuentes de recursos financieros, a partir del intento de alcanzar su estructura óptima de capital, minimizando los costes asociados a la financiación obtenida a través del endeudamiento.

3.5. Valor estratégico de las principales multinacionales hoteleras españolas.

3.5.1. Sol Meliá.

3.5.1.1. Orígenes y trayectoria.

Esta cadena hotelera nace en Mallorca en 1956 y en 2001 llegó a gestionar más de 350 hoteles bajo distintos regímenes; establecimientos en propiedad, con contratos de arrendamiento, gestión, franquicia o asociados, repartidos por todo el mundo, en 30 países, dominando la industria hotelera española y gozando de una situación privilegiada en el contexto turístico internacional. Con más de 86.000 habitaciones a su cargo y afrontando un importante plan de expansión, es la primera cadena hotelera de habla hispana, ocupa el primer puesto entre las compañías hoteleras españolas, el tercero en Europa y el décimo en el *ranking* mundial en la clasificación de compañías hoteleras en cuanto al número de habitaciones ofertadas. Su implantación en el territorio europeo se sitúa todavía lejos de sus principales competidores, como puede ser la cadena Accor, líder en Europa. Aunque casi tres cuartas partes de la cartera de Accor se ubica en Francia, sin embargo el grupo cuenta con una destacada presencia en otros mercados, especialmente Alemania, Bélgica y Holanda.

En 1996 se convirtió en la primera compañía española de gestión hotelera que cotizaba en Bolsa y en 1997 fue la única de las diez gestoras de hoteles en el mundo que, cotizando en bolsa, repartió beneficios entre sus accionistas. En el caso de esta compañía la salida al mercado de valores como fuente alternativa de financiación de sus proyectos empresariales no significó, como acontece en ciertas ocasiones, la pérdida de control de la empresa por parte de la familia propietaria.

La evolución de este grupo empresarial, ligado a la familia Escarrer, y el estudio de las distintas estrategias empresariales y financieras desarrolladas por la empresa desde sus orígenes, nos permiten la observación de diferentes hitos en su historia.

Cuadro 3.32.

Evolución histórica de Sol Meliá

Año	Acontecimiento
1956	Gabriel Escarrer alquila el Hotel Altair y comienza la historia empresarial de Sol Meliá. La apuesta del empresario es el modelo vacacional en el mercado balear.
1976	Creación de Hoteles Sol.
1983	Escarrer crea la División Internacional. Surge la oportunidad de invertir en Bali, convirtiéndose ésta en la primera experiencia internacionalizadora de la compañía.
1984	Adquisición de HOTASA, procedente del *holding* Rumasa, sacada a subasta por el Estado español. Sol Melía contó con KIO como socio financiero en esta operación, que supuso 33 nuevos establecimientos y la superación de la tradicional especialización en turismo vacacional. Hoteles Sol se convierte en líder indiscutible en el sector hotelero en España.
1986	Inauguración del hotel en Bali. Compra de la Compañía Hotelera del Mediterráneo a British Caledonian ampliando con ello su presencia en Canarias y Baleares.
1987	Creación del grupo Sol Meliá con 134 establecimientos después de la adquisición de los hoteles de la cadena Hoteles Meliá. Con ello se incorporan hoteles de elevada categoría en España y América Latina. Hoteles Meliá proporciona al grupo diversificación del negocio y una experiencia de internacionalización de diez años.
1988	El grupo se encuentra internacionalizado y a partir de ese momento basará su crecimiento en alianzas estratégicas, contratos de gestión y franquicias, con mínimas participaciones en las inversiones.
1996	Sol Meliá se reestructura organizativamente, separando el negocio de gestión hotelera (Sol Meliá , S.A.) de la propiedad de los establecimientos (Hoteles Meliá, S.A. y después Inmotel Inversiones, S.A.). Sol Meliá S.A. sale a Bolsa y se convierte en la primera compañía de gestión hotelera española que lo hace.
1997	Nace MIA (Meliá Inversiones Americanas, N.V.) para responsabilizarse de la expansión del grupo Sol Meliá en América Latina. Se pretende seguir diversificando riesgos. MIA se dedica a la propiedad y operativa de hoteles, contratando a Sol Meliá, S.A. para gestionarlos.
1998	MIA sale a Bolsa. Pocos meses después, Sol Meliá, S.A. plantea una OPA sobre MIA. Cambio estratégico en el grupo, que vuelve a integrar todos los negocios. Adquisición de un 22% del capital del nuevo tour operador Viva Tours, cuyo accionista mayoritario es Iberia.
1999	Arranca la "nueva" Sol Meliá, que suma a los riesgos propios de la gestión de hoteles, los riesgos de la propiedad o posesión de inmuebles. Avanza la expansión internacional del grupo en nuevos mercados y se diversifica en el segmento urbano. Incorporación de nuevas tecnologías para convertirse en solmelia.com
2000	Incorporación de los Hoteles Tryp a Sol Meliá, S.A.. Ampliación sustancial de su presencia en el segmento urbano, con 60 nuevos hoteles. Consolidación del liderazgo en América Latina y España, ocupa la tercera posición en Europa y la décima en el mundo.
2002	Sigue la expansión pero a menor ritmo como consecuencia de los atentados del 11-S. Su objetivo es afianzarse en el segmento urbano.
2003	Se excluye a Sol Meliá del selectivo índice bursátil IBEX-35 como resultado de su negativa evolución en la bolsa española. La compañía afronta un proceso de reestructuración.

Fuente: elaboración propia.

3.5.1.2. Presencia internacional

Cuadro 3.33.

Expansión internacional de Sol Meliá (más de 350 hoteles en 30 países)

Asia		**Oriente Medio**		**Latinoamérica y Caribe**	
Indonesia	7	Líbano	1	Argentina	1
Malasia	1	**Total**	**1**	Brasil	18
Tailandia	1	**Europa**		Colombia	7
Vietnam	1	Alemania	12	Costa Rica	4
Total	**10**	Andorra	1	Cuba	22
Cuenca Mediterránea		Bélgica	1	Guatemala	1
Egipto	1	Croacia	27	México	11
Marruecos	6	España	174	Panamá	1
Túnez	17	Francia	8	Perú	1
Total	**24**	Italia	3	República Dominicana	5
		Malta	1	Uruguay	1
		Portugal	13	Venezuela	2
		Reino Unido	1	**Total**	**74**
		Turquía	2		
		Total	**243**		

Fuente: Sol Meliá (2002).

Sol Meliá está presente en cuatro continentes, con una presencia muy importante en América Latina, donde destacan sus 22 establecimientos en Cuba y los 18 de Brasil. En lo que se refiere a Europa, si exceptuamos España, el país dnde cuenta con un mayor número de hoteles es Croacia, tras la compra de la compañía gestora Croatian Hotels & Resorts en 1998. También tiene una importante implantación en el Norte de África, especialmente en Túnez y en Asia, con Indonesia como su principal apuesta en este continente.

3.5.1.3. Estructura de capital.

Los principales accionistas de Sol Meliá, S.A. son diferentes miembros de la familia Escarrer que conjuntamente reúnen más del 60% del capital de la compañía.

Cuadro 3.34.

Accionistas de Sol Meliá		
Accionistas	**Sector**	**%**
HOTELES MALLORQUINES CONSOLIDADOS, S.A. (Familia Escarrer)	HOTELERO	27.92
HOTELES MALLORQUINES ASOCIADOS, S.L. (Familia Escarrer)	HOTELERO	16.34
HOTELES MALLORQUINES AGRUPADOS, S.A. (Familia Escarrer)	HOTELERO	10.82
AILEMLOS, S.L. (Ex-directivos de Tryp)	HOTELERO	6.94
MAJORCAN HOTELS, N.V. (HOLANDA) (Familia Escarrer)	HOTELERO	5.83
CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO	FINANCIERO	3.01
THE CHASE MANHATTAN BANK, N.A. (USA)	FINANCIERO	2.72
FREE-FLOAT		26.42

Fuente: elaboración propia a partir de CNMV y Hostelmarket, 2003.

Sol Meliá es una compañía controlada por la familia Escarrer, principal accionista de la misma y responsable fundamental del proceso de toma de decisiones. Dicha familia comparte titularidad del capital de Sol Meliá con directivos de la empresa ajenos al núcleo familiar, con los antiguos propietarios de Tryp y con un amplísimo grupo de accionistas minoritarios, entre los cuales se encuentran muy repartidas las acciones de la empresa por lo que difícilmente van a poder condicionar la toma de decisiones que afronta la familia accionista mayoritaria. También ha atraído la atención de socios financieros, como la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) y el Chase Manhattan Bank que, sin embargo no tienen una participación significativa ni presencia en el consejo de administración de la compañía. El Grupo ha orientado y reorientado su concepción del negocio en función del criterio y posicionamiento de la familia Escarrer, que pretende mantener el control del mismo.

En 1996, con su operación de salida a bolsa, se consolidó una estructura de capital que no constituyó una retirada del negocio por parte de la familia Escarrer, que mantiene una amplia mayoría, sino la apertura de dicho negocio a nuevos inversores. Para proteger los intereses del conjunto de los accionistas se optó por incorporar la figura de los Consejeros Independientes, que debían ser mayoría en el Consejo de

Administración, siguiendo algunas de las pautas aconsejadas posteriormente por el Informe Olivencia y el Código de Buen Comercio de las empresas cotizadas, a partir de su publicación en 1998.

La operación de salida a Bolsa se diseñó, asimismo, para atraer especialmente a inversores institucionales persiguiendo la estabilidad y fidelidad que este tipo de inversión suele comportar, en especial si se trata de fondos de pensiones que, por la orientación hacia el largo plazo de sus inversiones, suelen tomar posiciones estables en las compañías en las que invierten.

La cotización en bolsa puede considerarse un gran paso en la trayectoria de la compañía, puesto que permitió acometer mejor la expansión internacional de la cadena y potenciar su conocimiento y prestigio en los mercados internacionales de capitales, abriendo su capital social a muchos inversores interesados –las propuestas de suscripción en su momento superaron en 23 veces los títulos ofrecidos- y solucionando ciertos problemas sucesorios en la familia Escarrer.

Asimismo, su presencia en la Bolsa supuso para Sol Meliá la equiparación con las siete compañías de gestión hotelera más importantes del mundo que también cotizaban en distintos mercados bursátiles; su nuevo perfil financiero ayuda a consolidar su presencia internacional y ofrece mayores posibilidades de captar nuevos contratos de gestión; la mayor solvencia financiera contribuye al crecimiento de la compañía a través de la toma de participaciones minoritarias en las empresas propietarias de hoteles con las que se suscriben acuerdos de colaboración; de igual modo, resulta más fácil afrontar los costes de las reformas y adaptaciones de los hoteles de nueva incorporación a los estándares exigidos por Sol Meliá.

3.5.1.4. Organización empresarial.

3.5.1.4.1. Estrategia de expansión internacional.

Desde que en 1986 el grupo hotelero inicia su expansión internacional con la incorporación de su primer establecimiento fuera de las fronteras españolas, el Bali Sol, primer complejo hotelero construido en la isla de Bali por una empresa internacional, hasta la actualidad, la expansión internacional del grupo es un fenómeno clave para entender su estrategia de crecimiento, diversificación y consolidación actual.

La incorporación al grupo de los muy reconocidos internacionalmente hoteles Meliá en 1987, objetivo de algunas de las grandes cadenas internacionales como Sheraton o Hilton, impulsan la vocación internacionalizadora de la empresa proporcionándole una importante presencia en América Latina. La marca de Hoteles Meliá va a permitir proseguir la expansión internacional hacia Europa, América, Caribe, Sudeste Asiático y Cuenca del Mediterráneo. En expresión de la compañía "las palabras internacionalización y diversificación se cargan de fuerza y sentido".

En la actualidad la firma está instalada en 30 países con más de 350 hoteles y una posición relevante entre las compañías hoteleras del mundo. Por número de habitaciones ofertadas, Sol Meliá ocupa el tercer lugar entre las cadenas en Europa, es líder absoluto en América Latina y Caribe, se sitúa como el mayor grupo hotelero vacacional del mundo y ocupa el décimo puesto en el *ranking* mundial.

Cuadro 3.35.

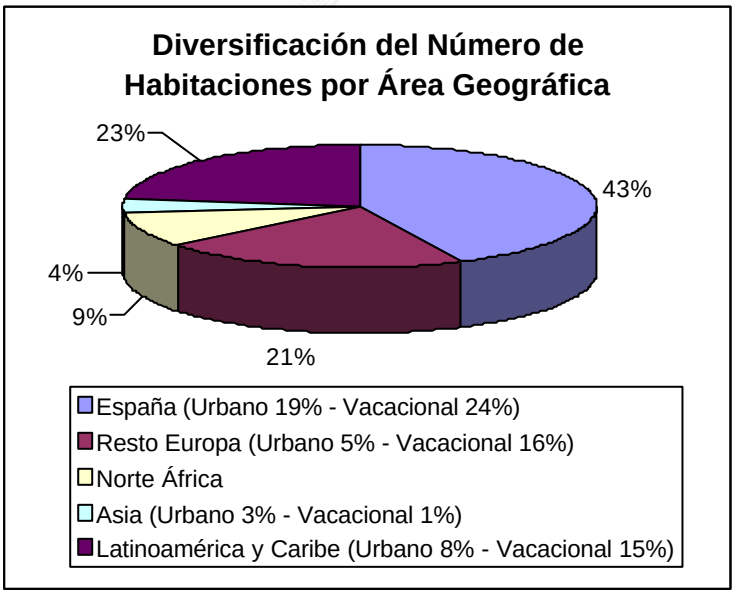
Ranking* internacional de hoteleras			
RANKING	**COMPAÑÍA**	**HOTELES**	**HABITACIONES**
1	CENDANT CORP.	6.315	542.630
2	BASS HOTELS & RESORTS	2.886	471.680
3	MARRIOT INTERNATIONAL	1.888	355.900
4	ACCOR	3.234	354.652
5	CHOICE HOTELS INTERNATIONAL	4.248	338.254
6	BEST WESTERN INTERNATIONAL	4.037	313.247
7	HILTON HOTELS CORP.	1.700	290.000
8	STARWOOD HOTELS & RESORTS	716	217.651
9	CARLSON HOSPITALITY	616	114.161
10	SOL MELIÁ	420	103.274
11	HYATT	195	85.743
12	SOCIETÉ DU LOUVRE	990	65.970
13	HILTON INTERNATIONAL	217	61.889
14	FORTE HOTEL GROUP	449	58.636
15	FELCOR LODGING TRUST	188	50.000

* Incluye proyectos firmados para Sol Meliá

Fuente: Hotels Magazine, julio 2000, citado en Sol Meliá: Memoria Anual.

Gráfico 3.5.

Diversificación del número de habitaciones de Sol Meliá por área geográfica



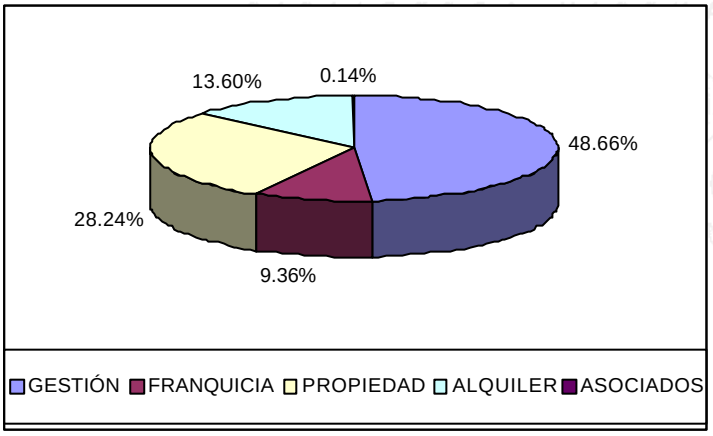
Fuente: Sol Meliá, 2002.

Son áreas de especial interés para la compañía en su estrategia de expansión ciertos países de la Cuenca Mediterránea, entre los que hay que incluir su clara apuesta por seguir creciendo en España, donde es líder absoluto tanto en el segmento urbano como

en el vacacional. En opinión de Mónica Cerdá, Jefa de Comunicación del Grupo, ahora éste persigue conseguir mayor implantación en Líbano y ampliar el número de establecimientos en Malta, así como un fuerte crecimiento en Italia. Con ello garantizaría su consolidación como principal cadena vacacional del mundo. Su estrategia internacionalizadora no contempla otro negocio que no sea el hotelero o los estrechamente vinculados a la actividad hotelera.

Gráfico 3.6.

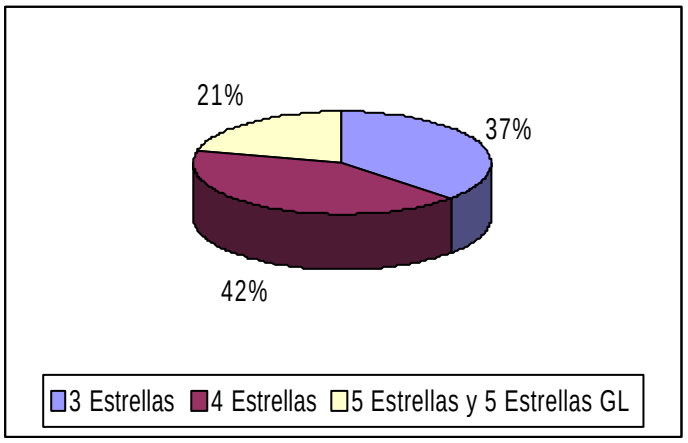
Distribución del número de habitaciones de Sol Meliá por tipo de contrato



Fuente: Sol Meliá, 2002.

Gráfico 3.7.

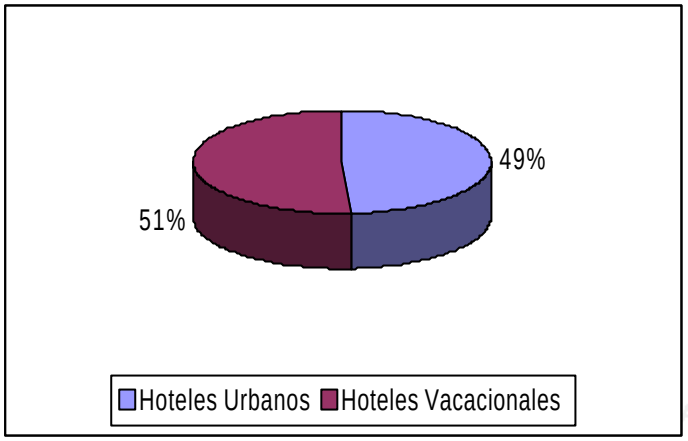
Distribución del número de habitaciones de Sol Meliá por categoría del establecimiento



Fuente: Sol Meliá, 2002.

Gráfico 3.8.

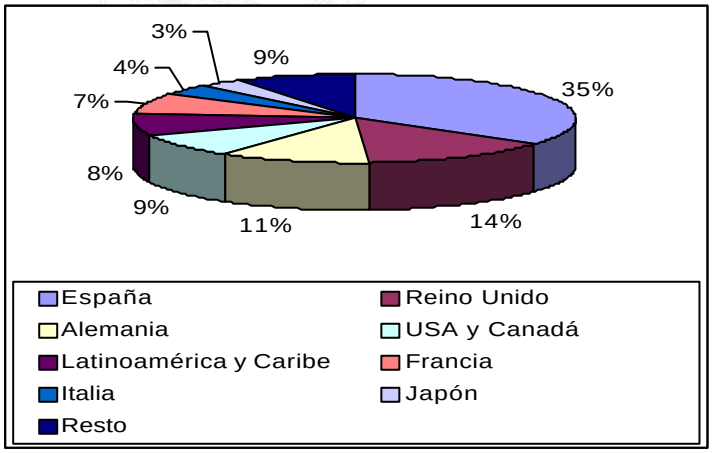
Distribución del número de hoteles de Sol Meliá entre mercado urbano y vacacional



Fuente: Sol Meliá, 2002.

Gráfico 3.9.

Diversificación de la clientela de Sol Meliá por país de procedencia



Fuente: Sol Meliá, 2002.

3.5.1.4.2. Estructura organizativa.

Sol Meliá, S.A. aparece estructurada en cuatro divisiones de negocio en función del ámbito geográfico de referencia:

- Europa
- América del Norte
- América del Sur
- Cuba

A su vez, para cada una de las anteriores divisiones se contemplan diferentes modalidades en su red comercial con departamentos especializados en los diferentes usuarios de los establecimientos de Sol Meliá:

- Tour operadores
- Convenciones, congresos e incentivos
- Empresas y agencias de viajes
- Grupos y asociaciones
- Segmentos especializados (golf, ciclismo, buceo, ...)

Sol Meliá, S.A. y sus sociedades participadas constituyen un grupo de empresas dedicadas a actividades turísticas en general y en particular a la gestión y explotación de hoteles de su propiedad, alquiler, en régimen de "management" o franquicia.

El grupo también se dedica a la promoción de toda clase de negocios relacionados con el turismo y la hotelería o con actividades de ocio, esparcimiento o recreo. Asimismo, algunas sociedades del grupo realizan actividades inmobiliarias aprovechando las sinergias obtenidas en los desarrollos hoteleros motivados por el fuerte proceso de expansión.

En el área de alimentos y bebidas, Sol Meliá lanzó en 2001 "Meliá Catering", una nueva empresa para prestar servicios de restauración a empresas que celebren todo tipo de eventos gastronómicos en España. Se trata de proporcionar a los clientes de negocios un servicio adicional a los que ya viene prestando Sol Meliá, cubriendo así sus necesidades de servicios de *catering* externo.

Por último, es destacable la implicación de la compañía en programas formativos –colabora con centros de enseñanza y universidades para fomentar la formación en hostelería- así como su acción social –participa en proyectos de desarrollo socioeconómico del entorno de sus instalaciones hoteleras, especialmente a personas desfavorecidas-. En el ámbito de la protección medioambiental, la compañía cuenta con un manual propio, creado de forma pionera en 1995, con cuyas bases se canalizan todas sus actuaciones pedagógicas, dispositivos de reciclaje y de ahorro energético, así como las actividades medioambientales corporativas.

Sol Meliá opera desde 2001 a través de cuatro marcas que le permitirán reforzar su imagen y estandarización de los diferentes establecimientos: Meliá Hoteles, Tryp Hoteles, Sol Hoteles y Paradisus Resorts. Además se ha mantenido la submarca Gran Meliá, que identifica la categoría de lujo, debido al importante reconocimiento de la misma entre los clientes.

- Meliá Hoteles: identifica el lujo, el servicio personalizado y magníficas ubicaciones en ciudades y destinos vacacionales.
- Tryp Hoteles: orientados al cliente en viaje de negocios, entorno funcional y moderno y habitaciones confortables. Situados en núcleos urbanos, con salas de reuniones y equipamiento tecnológico.
- Sol Hoteles: oferta de carácter vacacional, equipados para atender desplazamientos familiares.
- Paradisus Resorts: es la marca para identificar la fórmula del "all inclusive" en entornos paradisíacos.

La planta hotelera de Sol Meliá ha afrontado recientemente un profundo proceso de remodelación de establecimientos consiguiendo algunos de ellos cambiar de categoría hasta las cinco estrellas o incorporarse a la submarca Gran Meliá. También algunos de los hoteles más emblemáticos de la compañía han sido admitidos en el club exclusivo "The Leading Hotels of the World".

El mayor crecimiento del grupo es uno de los principales fundamentos de la todavía reciente operación de concentración acometida por el mismo, dando lugar a una nueva

reestructuración operativa; por ello, no vamos a descartar que en un futuro no muy lejano pueda producirse alguna operación de adquisición de alguna cadena internacional.

Sin embargo, no hay que olvidar que en 2001 se produjo un acontecimiento de graves consecuencias para el sector turístico internacional. Los atentados del 11 de septiembre han dejado huella en los resultados de las compañías del sector, empeorando los previsibles para 2001 y lastrando los de 2002. Sol Meliá se ha visto muy afectada a lo largo del año 2002 por la recesión económica mundial, así como por sus costes fijos y los problemas de los países latinoamericanos donde opera, agravados por la caída del turismo estadounidense. Ello retrasará sin duda sus planes de avance en su expansión si bien durante el primer semestre de 2002 incorporó 14 nuevos hoteles a su cartera, lo que confirma el interés de Sol Meliá por mantener su liderazgo en el sector hotelero español, sobre todo afianzándose en el segmento urbano.

3.5.1.4.2.1. La salida a Bolsa de Sol Meliá.

En abril de 1996 se produce una reestructuración organizativa por la que el Grupo Sol Meliá se escindió en dos empresas con el fin de poder desarrollar separadamente el negocio de gestión y franquicia hotelera y la gestión de la propiedad hotelera. Así, nos encontramos en primer lugar, ante una compañía de carácter patrimonial, propietaria por tanto de inmuebles y orientada a la gestión de los mismos que comprende las actividades vinculadas a la propiedad de dichos inmuebles, arrendamiento de los mismos, personal, cuenta de resultados de hoteles y endeudamiento; se trata de Hoteles Meliá, S.A.[1]. En segundo lugar, aparece Sol Meliá, S.A., cuya finalidad es el servicio de gestión hotelera (servicio de reservas, habitaciones, restauración y tareas relacionadas con la actividad hotelera), que agrupa marcas, contratos de gestión, franquicias, red comercial, tecnología y equipo de dirección. Esta última, Sol Meliá, S.A. saldrá a Bolsa poco tiempo después.

[1] Hoteles Meliá se convierte posteriormente en INMOTEL INVERSIONES, manteniendo su condición de empresa propietaria de hoteles e inmuebles, en general.

La estrategia de la compañía se fundamenta en los procesos vividos por otras compañías internacionalizadas del sector. Se confirmaba una tendencia por la cual encontrábamos, de una parte, un proceso de consolidación en los mercados basado muy significativamente en la incorporación de hoteles independientes a las cadenas con marcas reconocidas en el sector y capacidad comercial, al tiempo que servicios centralizados; de otra parte, las grandes cadenas habían constatado las dificultades que la administración, gestión y financiación de grandes inmovilizados suponía de cara al logro de un rápido y sostenido crecimiento en el negocio.

Desde Sol Meliá se advierte esta situación y la buena acogida que entre los inversores bursátiles en otros países han tenido las compañías exclusivamente de gestión por representar éstas el valor añadido y el potencial de crecimiento. En 1996, 17 de las 20 empresas más importantes del mundo de la hotelería, cotizaban en Bolsa y cinco de ellas –Holiday Inn, Marriot International, Promus, HFS y Renaissance Hotels- eran compañías de gestión, por lo que la misma estrategia podía ser seguida por Sol Meliá.

A la compañía escindida Sol Meliá, S.A. se aportaban marcas, contratos de gestión y franquicia con terceros así como los activos materiales necesarios para poder desarrollar las actividades de gestión. Esta compañía adquiría además la cartera de participaciones minoritarias en hoteles y participaciones en empresas de gestión cuyo titular era Hoteles Meliá, asumiendo también los acuerdos estratégicos. De este modo se favorecía el crecimiento al reducirse las necesidades de inversión, se planteaba una perspectiva de ingresos estables gracias a los acuerdos de gestión y franquicias a largo plazo, se desvinculaba el futuro de la empresa de las oscilaciones del ciclo inmobiliario, se podía acceder más cómodamente a otras vías de financiación tal y como se constataba que se producía en las grandes compañías internacionales del sector y se vislumbraba la posibilidad de crear valor para el accionista, estimulando al tiempo al equipo humano y especialmente a los directivos a comportarse de forma distinta al asumir la incidencia de su gestión en los resultados de la empresa gestionada más allá de los ciclos del sector inmobiliario. La venta o adquisición de activos ya no iban a desvirtuar los resultados propios del negocio hotelero.

Bajo estas premisas se produce la salida a Bolsa el 2 de julio de 1996, convirtiéndose en la primera compañía española de gestión hotelera que lo hacía. La Oferta Pública de Venta afectó a 13 millones de acciones que representaron un 45,45 por ciento del capital de la compañía. El precio por acción quedó establecido en 2.700 pesetas, lo que supuso la captación de 35.100 millones de pesetas. La oferta pública se dividió en un tramo nacional –el 40 por ciento de la oferta- y un tramo internacional –representando el restante 60 por ciento-. El tramo nacional se subdividía en una parte dirigida a inversores institucionales y otra minorista –25 por ciento de la oferta-, para pequeños ahorradores. El tramo internacional iba dirigido exclusivamente a inversores institucionales, principalmente radicados en el Reino Unido y Estados Unidos.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.5.1.4.2.2. Meliá Inversiones Americanas, N.V. (MIA).

Meliá Inversiones Americanas, N.V. (MIA) "fue creada como una empresa dedicada a la propiedad y operación de establecimientos hoteleros así como al desarrollo y adquisición de nuevas propiedades en Hispanoamérica y el Caribe", según reza el folleto de la OPA formulada por Sol Meliá, S.A. en diciembre de 1998. MIA de constituyó en Amsterdam como sociedad holandesa el día 31 de diciembre de 1997 bajo la denominación de Meliá Hospitality, N.V. La compañía sería responsable de la expansión del grupo Sol Meliá en Latinoamérica, mercado por el que apostó claramente un tiempo atrás. La estrategia organizativa que justifica la aparición de MIA sigue siendo la de la diversificación del riesgo en la línea planteada por la escisión previa a la salida a Bolsa de Sol Meliá, S.A. A comienzos de 1998 se agruparon las participaciones minoritarias que Sol Meliá tenía en América Latina en torno a MIA y se sacó a Bolsa dicha compañía, que se incorporó al Sistema de Interconexión Bursátil Español el 8 de abril de 1998.

La estrategia de expansión latinoamericana requiere fuertes inversiones en la zona y para afrontarlas se plantea el recurso al mercado a través de la salida a Bolsa de MIA. En abril de 1998 tuvo lugar la admisión a cotización oficial en las Bolsas de Valores españolas de las acciones representativas del capital social de MIA, habiéndose realizado previamente una Oferta Pública de Suscripción/Venta de acciones.

MIA se dedicaba a la propiedad y operación de establecimientos hoteleros, así como al desarrollo y adquisición de nuevas propiedades en Latinoamérica y Caribe. Cada uno de los establecimientos propiedad de MIA era gestionado por Sol Meliá, de acuerdo con un contrato de gestión firmado entre Sol Meliá o una de sus subsidiarias, y MIA. Dichos contratos tenían una duración inicial de 20 años, desde el inicio de su actividad, prorrogables automáticamente por 5 años. MIA estaba obligada a destinar un 4% de los ingresos operativos a la reinversión en el mantenimiento y remodelación del hotel. El contrato de gestión exige que MIA permita operar a Sol Meliá sin ninguna interferencia en todos aquellos aspectos relativos a la explotación del establecimiento, en particular, lo relacionado con el personal, marketing y estándares de calidad en el hotel.

Pocos meses después del lanzamiento de MIA al mercado bursátil, en diciembre de 1998, Sol Meliá, S.A. planteó una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) sobre MIA aduciendo un cambio en su estrategia empresarial, a partir de la conjunción de la fusión entre Sol Meliá e Inmotel[2] y la OPA mencionada.

Se había producido cierto cambio en los mercados de capitales internacionales a partir de la salida a Bolsa de MIA y ello influía en la percepción de los valores orientados al crecimiento en mercados en desarrollo. La operativa de MIA se desarrollaba en mercados muy expuestos a fluctuaciones económicas y financieras bruscas, que estaban sufriendo las consecuencias de la crisis cuyos primeros síntomas aparecieron en el área asiática a finales de 1997 y su cotización bursátil había sufrido el efecto de la desconfianza de los inversores en compañías de poca capitalización bursátil y actividades centradas en las zonas geográficas más afectadas por la crisis. No obstante, las expectativas de negocio se mantenían favorables si atendemos a los informes posteriores de importantes analistas financieros. Otras razones justificaron el cambio de estrategia de la compañía que, conjuntamente con la OPA sobre MIA, se planteó una operación de fusión entre Sol Meliá, S.A. e Inmotel Inversiones, S.A. –mediante la absorción de la segunda por la primera- para poder crear un fuerte grupo hotelero en el que quedaran integradas las actividades de las tres sociedades.

2 La fusión consiste en la disolución sin liquidación de la sociedad Inmotel, traspasando en bloque todo su patrimonio a Sol Meliá, pactando una ecuación de canje de 2,727 acciones de Sol Meliá por cada acción de Inmotel.

De ese modo, con la nueva estructura empresarial resultante de esas operaciones, se perseguía, según consta en el folleto de la OPA:

1. Constitución de un Grupo financieramente más sólido, líder del sector, con una capacidad importante de generación de beneficios, excelente imagen comercial y de marca, y con unos activos inmobiliarios de valor estratégico.
2. Configuración de un Grupo de gran presencia y prestigio en los mercados, lo que implicará mayor capacidad para acceder a los fondos necesarios para impulsar eventuales procesos de expansión.
3. Obtención de un Grupo que contribuya a la creación de valor para sus accionistas, con una configuración capaz de dar respuesta a las necesidades de una economía global y de un entorno cada vez más competitivo.

A partir de este momento, Sol Meliá inicia el ejercicio de 1999 entrando en el mercado inmobiliario hotelero gracias a la integración de su negocio por lo que asume ciertos condicionantes de riesgo de los que se mantenía alejada hasta ese momento. Como empresa propietaria de establecimientos hoteleros, podría verse más directamente afectada por factores como alteraciones en la situación económica de las zonas donde detente la propiedad de los establecimientos hoteleros, cambios en los países emisores de turismo hacia sus hoteles o competencia en el sector. También debemos considerar factores como precio del suelo o de los inmuebles, legislación sobre construcción, exigencias normativas de ubicación de establecimientos hoteleros, disponibilidad de fuentes de financiación o alteraciones en los tipos de interés. Todo ello no le había afectado del mismo modo con anterioridad porque sus actividades no pertenecían al ámbito inmobiliario. Ahora suma a los riesgos propios de la gestión de establecimientos hoteleros, aquellos vinculados a la propiedad o posesión de los inmuebles correspondientes.

La OPA sobre MIA se extendió al 100% de sus acciones de cinco florines holandeses de valor nominal cada una, admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia y negociadas a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español.

3.5.1.4.2.3. La "nueva" Sol Meliá y la incorporación de Tryp Hoteles.

En 1999 Sol Meliá se plantea afrontar su expansión internacional más allá de sus tradicionales áreas de influencia y necesita, asimismo, reducir su exposición al altamente cíclico comportamiento del negocio hotelero, donde en la actualidad el poder de oferentes como los *tour operadores* puede llegar a convertirse en una amenaza. Su principal objetivo es la diversificación en el segmento urbano, en el que algunos competidores como NH Hoteles se están situando más adecuadamente en el territorio español, atendiendo a sus enormes posibilidades de crecimiento frente al segmento vacacional, así como desarrollar su negocio fuera del área latinoamericana, potenciando su presencia en ciudades europeas.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Las Divisiones Europa Urbana y Europa Vacacional, son las que experimentarán mayor crecimiento en los próximos años de acuerdo con los planes de la compañía, empeñada en reforzar su presencia en el continente europeo, superando así su tradicional perfil de concentración expansiva en España y Latinoamérica.

Durante 1999 la compañía accede a tres enclaves fundamentales desde el punto de vista turístico y de negocios. Se trata de Roma, París y Londres.

Según los planes de la compañía, su participación en el proyecto de creación en 1998 del nuevo tour operador Vivatours, S.A., con un 22% -controlado en 51% por la compañía aérea Iberia- estaba concebida como parte del programa de expansión de Sol Meliá. La participación de Sol Meliá en Vivatours se encontró muy pronto en proceso de negociación para su reducción.

Hay otras estrategias de desarrollo empresarial planteadas en la actualidad y están referidas a la "e-transformación" de la compañía. A tal efecto, se ha creado una nueva división en Sol Meliá, con el propósito de aumentar las ventas, mejorar la distribución de los productos y reducir costes. El proceso se encuentra acompañado de participación en "e-ventures" tanto en el ámbito comprador como vendedor. La compañía lideró la creación de un portal B2B con Telefónica, Barceló, Iberostar y BBVA para el comercio electrónico entre compañías y proveedores en los mercados más habituales de las

empresas hoteleras españolas: España, la Cuenca Mediterránea y Latinoamérica. Sol Meliá participó en el proyecto con un 24,5%, que supone una inversión total de 35 millones de dólares.

En 1999 Sol Meliá había adaptado toda su estructura interna y externa a las nuevas tecnologías de Internet, permitiendo la transformación del Grupo en "solmelia.com".

La operación más destacada de este último periodo es la incorporación al Grupo de los hoteles de la cadena Tryp, cerrada en agosto de 2000. Sol Meliá sigue firme en su empeño de buscar socios que le ayuden a crecer. Se trata de ampliar el número de establecimientos en 60 –fundamentalmente en el ámbito urbano- y de la consolidación del liderazgo, tanto en el segmento urbano como en el vacacional, en España y América Latina, situándose en tercer lugar en Europa. Esta ampliación de la oferta de habitaciones para Sol Meliá la situaría entre las primeras diez empresas hoteleras del mundo, alcanzando una sólida posición en el mercado urbano en España. Así, la compañía reforzó su estrategia de diversificación a escala global.

Sol Meliá tuvo que mejorar la oferta que otros competidores hicieron para hacerse con Tryp, entre los que se encontraba NH Hoteles como el más firme candidato. La similitud de los negocios de NH y Tryp podía favorecer el entendimiento entre las partes. La oferta que realizó Sol Meliá no carece de interés para este estudio. Dedicaban 360 millones de euros a la operación, de los que el 45% se pagaba en efectivo y el resto en acciones de Sol Meliá a un valor de 15 euros cuando los títulos de la hotelera se cotizaban entre 11 y 12 euros (Uriol, 2001). Para llevar a cabo la operación era necesario realizar una ampliación de capital que dejaría a los socios de Tryp como accionistas de referencia de Sol Meliá con un 7,2% del capital, sólo por detrás de la familia Escarrer, que vería diluida su participación desde el 64,9% hasta el 60,9%. Así, la propuesta presentaba elementos que la hacían más interesante que cualquier otra a los ojos de los tres grandes propietarios de Tryp. Éstos se mantenían en el negocio hotelero y evitaban pasar por un proceso de deterioro de su imagen si vendían a buen precio y abandonaban la cadena. Además, el aspecto más destacado de la operación es que los accionistas de Tryp obtenían importantes ventajas fiscales al recibir acciones en lugar de todo el importe de la operación en efectivo. Asimismo, esperaban beneficiarse de una

revalorización de los títulos de Sol Meliá a medio plazo como consecuencia de la operación. La única condición que se imponía a los propietarios de Tryp era no desprenderse de sus acciones en la empresa cotizada hasta transcurridos, al menos, dos años.

La clave en la que basó su oferta Sol Meliá era la imposibilidad de que su más directo competidor, NH Hoteles, pudiera plantear un sistema de pago de la operación parecido, ya que de ser así, los dueños de Tryp pasaban a ser accionistas mayoritarios en NH Hoteles, debido a la gran atomización de su accionariado, y pasaban a dominar la compañía.

BIBLIOTECA VIRTUAL

En 2001, todavía quedaba una asignatura pendiente para Sol Meliá: MIA. Tras la integración de todo el grupo hotelero, la OPA de finales de 1998 y el pago de *warrants* en verano de 2000, todavía quedaba un pequeño grupo de accionistas minoritarios que se veían atrapados en un valor sin liquidez y cuyas acciones costaban menos de la mitad del valor por el que las habían comprado en la OPV de la primavera de 1998. Se toma la decisión a finales de 2000 de que MIA deje de cotizar planteando una OPA de exclusión. En junio de 2001, la CNMV aprobó la operación con una contraprestación ofrecida muy por debajo del precio que los accionistas que permanecían como tales desde la OPV habían pagado por la compra de las acciones.

En el ejercicio de 2003 se excluye a Sol Meliá del Ibex-35, debido a los efectos de la caída de la bolsa sobre la capitalización bursátil de la empresa. En la actualidad, tal y como se apunta en otros apartados de este trabajo, parece haber indicios razonables de recuperación de la actividad de la firma, que afronta un proceso de reestructuración y aligeramiento de su estructura. Incluso se plantea la posibilidad de desinversión y venta de algunos establecimientos.

3.5.1.4.3. Estrategia de expansión en España.

Según fuentes de la compañía "somos hoteleros y nuestro negocio son los hoteles". Defienden que es la actividad que mejor conocen y la única a la que quieren consagrar sus esfuerzos, si bien Sol Meliá cuenta con un patrimonio inmobiliario muy importante. "La diversificación como estrategia no contempla otros negocios más que los estrechamente vinculados al hotelero".

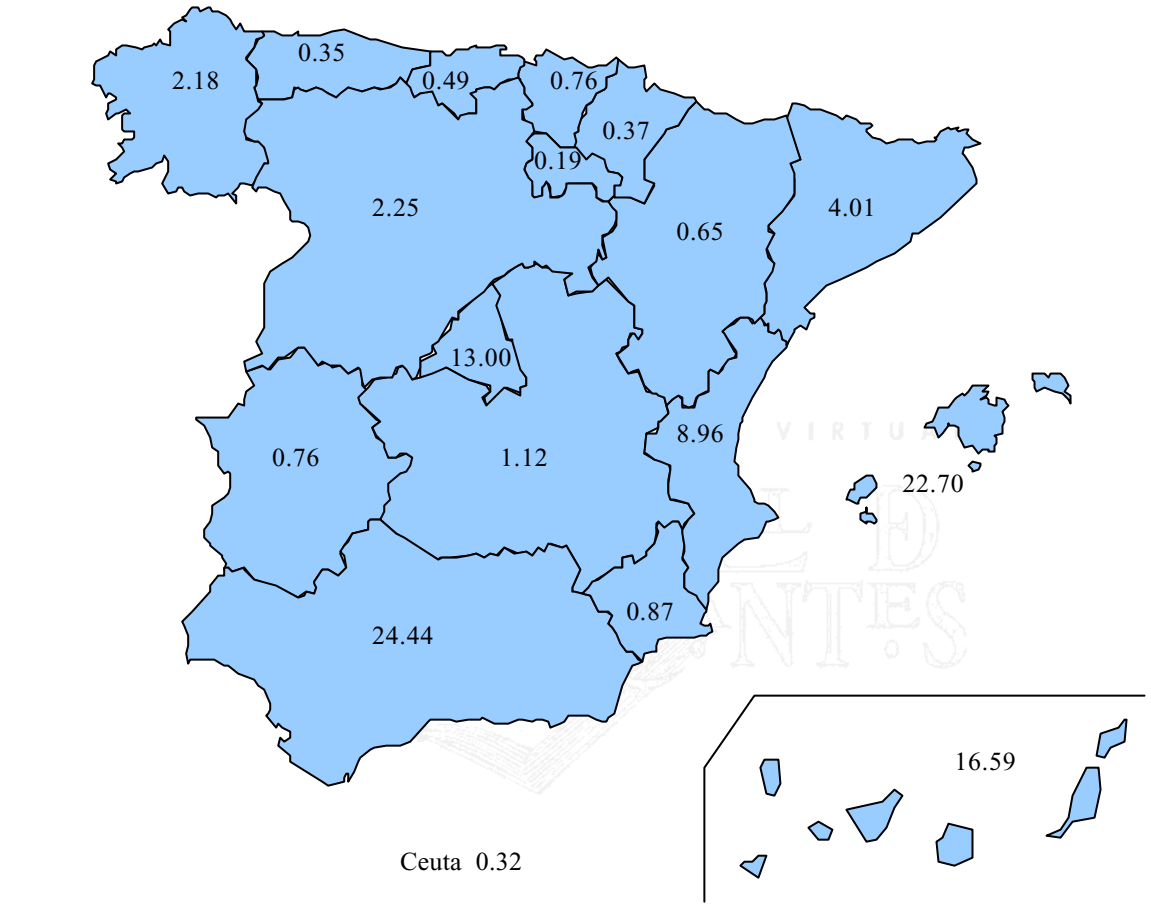
El respeto al medio ambiente y al entorno es el eje de su estrategia de crecimiento en España en lo que al negocio vacacional se refiere. "España ya no puede ver incrementada su oferta turística por las vías utilizadas en los años 60 y 70. Hoy la integración en el entorno y el respeto por el medio natural son claves para abrir un nuevo establecimiento y respetar los estándares de calidad de Sol Meliá" afirman desde la compañía.

Su "agresiva política de expansión" sigue respetando la diversificación como concepto clave. Esta variedad se ha hecho extensible tanto al tipo y a la categoría de los hoteles, incluyendo establecimientos urbanos y vacacionales de 3, 4 y 5 estrellas, como a la ubicación geográfica de los mismos y así quiere continuar la compañía. Ello no implica tanto la incorporación de nuevos destinos como la ampliación, reforzamiento y consolidación de los existentes.

Este último criterio es el aplicable al destino más importante para Sol Meliá en España, Andalucía, donde la compañía persigue su consolidación como líder y el surgimiento de un buen proyecto en Huelva –hasta ahora no han sido interesantes o han exigido de Sol Meliá inversiones que no le parecían oportunas-, para poder cubrir finalmente todo el territorio andaluz.

Figura 3.2.

Distribución autonómica de la oferta de habitaciones de Sol Meliá



Fuente: Sol Meliá (2002).

Cuadro 3.36.

Presencia de Sol Meliá en España			
ESPAÑA	**TIPO DE HOTEL**	**HOTELES**	**HABITACIONES**
URBANOS/VACACIONALES	URBANOS	104	16.681
	VACACIONALES	76	212.248
	TOTAL	**180**	**37.929**
TIPO CONTRATO	FRANQUICIA	15	1.875
	GESTIÓN	40	8.822
	ALQUILER	55	8.244
	PROPIEDAD	68	18.722
	ASOCIADOS	2	266
	TOTAL	**180**	**37.929**
CATEGORÍA	5 ESTRELLAS	19	3.452
	5 ESTRELLAS G.L.	4	1.179
	4 ESTRELLAS	96	21.154
	3 ESTRELLAS	48	9.963
	2 ESTRELLAS	3	161
	1 ESTRELLA	1	48
	3 LLAVES	9	1.972
	TOTAL	**180**	**37.929**
MARCAS	GRAN MELIÁ	6	1.659
	MELIÁ	50	12.027
	SOL	54	15.574
	TRYP	68	8.477
	MELIÁ CONFORT	1	66
	SOL INN	1	126
	SIN MARCA	0	0
	TOTAL	**180**	**37.929**

Fuente: Sol Meliá (2002).

Sol Meliá ha optado por la especialización en el negocio hostelero y todas las áreas vinculadas al mismo, completando la oferta de servicios en sus establecimientos.

En su estrategia de expansión, persiguió afianzarse en su mercado de referencia antes de afrontar la internacionalización, proceso que se consolida al tiempo que se produce su incursión en el mercado urbano para una cadena que durante casi 30 años había apostado por el segmento vacacional. Se trata de la diversificación de la oferta entre mercado urbano y vacacional, dentro y fuera de España. En la actualidad el territorio que mejor representa dicha aspiración de Sol Meliá es Andalucía, con una oferta

equilibrada entre establecimientos de ambos tipos, siendo el territorio español con mayor presencia de hoteles Sol Meliá.

3.5.1.5. Principales rasgos.

Cuadro 3.37.

Principales rasgos de Sol Meliá
- Una de las dos empresas hoteleras españolas que cotiza en Bolsa.
- Única hotelera que separó su negocio patrimonial del de gestión hotelera para luego volver a integrarlos.
- Proceso de toma de decisiones controlado por la familia fundadora.
- Primera cadena española y única española en el "top 10" mundial.
- Concentración en el negocio hotelero y servicios ofertados en dicho ámbito.
- Gran diversificación de su oferta: vacacional y urbana, categorías entre tres y cinco estrellas.
- Fuerte internacionalización, con importante presencia en América Latina.

Fuente: elaboración propia.

3.5.2. NH Hoteles.

3.5.2.1. Orígenes y trayectoria.

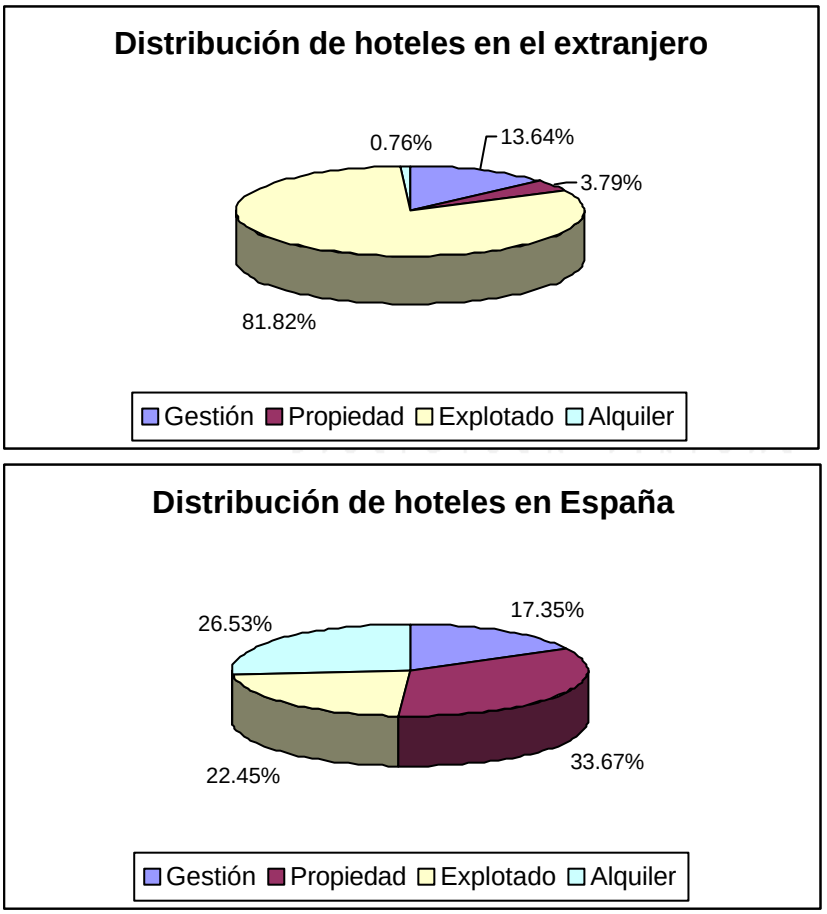
Grupo hotelero enfocado fundamentalmente al segmento de hoteles urbanos de tres y cuatro estrellas para clientes de negocios en las principales ciudades de España. A finales de 1998, NH tenía 72 hoteles con un total de 8.199 habitaciones, el 98% de ellos en España donde es líder de mercado en varias de las principales ciudades. Un año más tarde, a finales de 1999, el grupo hotelero cuenta con 88 hoteles que operan bajo la marca NH en las distintas categorías –se amplía el segmento hotelero a categorías más económicas con el lanzamiento de una nueva marca, NH Express, y se afrontan importantes inversiones para la apertura de establecimientos hoteleros en Latinoamérica- y con 10.310 habitaciones, lo que confirma que se trata de una compañía en expansión con una gran capacidad de crecimiento. En el año 2000 se ratifica esta impresión y cuenta con 167 hoteles, con más de 22.300 habitaciones y 28 proyectos en construcción. NH consigue así en un año duplicar prácticamente las cifras del año anterior.

Tras la compra de la cadena alemana Astron Hotels en febrero de 2002, NH Hoteles ha pasado a ocupar el tercer lugar del ranking europeo de hoteles de negocios, con un total de 238 hoteles y 34.179 habitaciones en 18 países de Europa, América Latina y África. Esta operación de adquisición ha supuesto la consolidación de NH en Europa, puesto que Astron es el tercer operador en hoteles urbanos más importante de Alemania.

Actualmente, NH Hoteles tiene numerosos proyectos de hoteles en construcción, entre los que se encuentran hoteles de vacaciones en la Costa del Sol, único destino vacacional de la cadena española. NH Hoteles saltó al segmento de sol y playa en dicho destino (Hotel Almenara, en Sotogrande) y a la hora de plantearse nuevas inversiones en este segmento ha optado por reforzar su apuesta por la localización malagueña antes que explorar otros destinos. Su incursión vacacional se completa en 2003 con la apertura de dos establecimientos y sumará dos más hasta 2005.

Gráfico 3.10.

Distribución de hoteles de NH por régimen de explotación



Fuente: Hostelmarket, 2002.

La evolución de este grupo empresarial ha atravesado diferentes etapas a lo largo de su historia, experimentando importantes cambios en su accionariado y en su estrategia empresarial. Presentamos aquí un apretado resumen de los acontecimientos más destacados en la trayectoria de NH Hoteles.

Cuadro 3.38.

Evolución histórica de NH Hoteles	
Año	**Acontecimiento**
1978	El empresario navarro Antonio Catalán crea NH Hoteles. La compañía pretende centrar su negocio en la hotelería urbana.
1989	Cofir, compañía controlada por el empresario italiano Carlo de Benedetti y que cotiza en la Bolsa española, adquiere el 33,5% de NH Hoteles a Antonio Catalán. A lo largo del año amplía su participación hasta adquirir el 49,78% de NH Hoteles.
1993	Cofir aumenta su participación en NH hasta el 62,05%, haciéndose con el control de la hotelera española. En su empeño por controlar sus filiales, Cofir amplía su participación en Sotogrande, alcanzando el 43, 9%.
1996	Venta de la participación de De Benedetti a varios fondos internacionales. Cofir anuncia su deseo de centrarse en los sectores hotelero y vinícola y se desprende paulatinamente de sus inversiones en otros sectores.
1997	Cofir compra mediante una OPA una participación del 90,28% del Hotel Eurobuilding, emblemático en Madrid. Siguen las compras de Cofir en el sector vinícola. Cofir decide reducir sus inversiones en el sector inmobiliario y vende parte de su participación en Sotogrande. Adquisición de una participación adicional del 34% en NH, alcanzando el 100%. NH se plantea su internacionalización entrando en América Latina
1998	Cotización de Cofir en la Bolsa de Nueva York. Cofir cambia de nombre y pasa a ser NH Hoteles, con el objetivo fundamental de centrarse en el negocio hotelero. Cofir participa en el negocio hotelero, vinícola e inmobiliario a través de sus filiales NH (100%), Arco Bodegas Unidas (56,3%) y Sotogrande (35,35%)
1999	NH cotiza en las cuatro Bolsas españolas y sus principales accionistas son Chase Maniatan Bank, N.A. (14,69%), Threadneedle Investment Managers LTD (7,15%), Perpetual, PLC (5,03%), Fidelity Investments (4,8%) y el equipo directivo (4%). Importante esfuerzo de concentración en el sector hotelero e inmobiliario, por lo que NH abandona su participación en el sector vinícola. NH plantea una OPA sobre la totalidad de las acciones de Sotogrande, S.A. –excluidas las que ya son de NH- y adquiere la compañía. Sotogrande cotiza en la Bolsa española y NH controla casi el 95% de la compañía. Adquisición de la compañía Princesa Sofía, S.L., propietaria del importante hotel del mismo nombre en Barcelona. NH entra como accionista constituyente en Parque Temático de Madrid, S.A. adquiriendo un 5% de su capital. Adquisición del 19,1% de la compañía italiana Jolly Hotels, Spa., propietaria y gestora de hoteles, que cotiza en la Bolsa de Milán. NH entra en América Latina con proyectos en Argentina, Chile y Uruguay. Alianza estratégica con Equity International Properties, Inc., fondo de inversión inmobiliaria para favorecer la expansión en América Latina. Coparticipación con Caja Madrid en la empresa Ahora, S.L., dedicada a la explotación de restaurantes,
2000	Fusión con Krasnapolsky Hotels & Restaurants, N.V., cadena hotelera holandesa que posee hoteles y restaurantes y que permite incorporar a NH 65 nuevos hoteles, duplicando prácticamente su capacidad e implantando al grupo de forma importante en Europa. Krasnapolsky opera fundamentalmente con las marcas Golden Tulip y Tulip Inn. Esta operación permite a NH cotizar en Euronext, en sustitución de Krasnapolsky. La empresa Ahora lanza El Bulli Catering con la colaboración del prestigioso cocinero Ferrán Adriá y dedicado a la organización de eventos.
2001	NH accede a México a través de la compra de una cadena de hoteles que operan bajo la marca Crystal.
2002	NH Hoteles pone a la venta el 10% de su patrimonio inmobiliario. Adquisición de la cadena holandesa Astron Hotels, fortaleciendo su posición en el mercado europeo y en el segmento urbano.
2003	La matriz NH Hoteles agrupa todo el negocio de hoteles, mientras Sotogrande abarca todo el negocio de golf y hostelería turística, con el objetivo de racionalizar la estructura del grupo empresarial. La cadena hotelera española Hesperia lanza una OPA que no prospera por el 26,10% del capital de NH Hoteles. Adquirió el 4,58% del capital de NH Hoteles, por lo que no es accionista de referencia de la compañía.

Fuente: elaboración propia.

3.5.2.2. Presencia internacional.

El cuadro siguiente informa de la presencia de NH por países a 31 de marzo de 2002.

Cuadro 3.39.

Presencia mundial de NH Hoteles a 31 de marzo de 2002

PAÍS	NÚMERO DE HOTELES
Alemania	49
Argentina	7
Austria	6
Bélgica	18
Brasil	1
Chile	1
Cuba	1
España	96
Ghana	1
Holanda	30
Israel	1
Malta	1
México	14
Portugal	1
Sudáfrica	1
Suiza	7
Túnez	1
Uruguay	1

Fuente: NH Hoteles (2003).

En la actualidad, si atendemos al criterio del número de habitaciones, NH Hoteles cuenta con más de 34.000, lo que la convierte en la primera operadora urbana en España, Holanda y Bélgica, mientras que se sitúa en la tercera posición europea.

3.5.1.3. Estructura de capital.

NH Hoteles es una compañía con un elevado porcentaje de su capital negociándose libremente en el mercado. Los últimos datos disponibles arrojan la estructura del accionariado de NH Hoteles que presentamos a continuación.

Cuadro 3.40.

Principales accionistas de NH Hoteles

Compañía	Sector	%
Capital flotante		62,00
Bancaja	Financiero	5,00
Equipo de gestión		2,00
C.F. Caja Madrid	Financiero	5,00
FINAF92 (italia)	Financiero (del grupo diversificado Angelini)	5,24
LOMBARD, ODIER & CIE (Suiza)	Financiero	5,24
Perpetual PLC (Reino Unido)	Financiero	5,03
Amancio Ortega Gaona	Financiero (del grupo textil Inditex)	10,27

Fuente: elaboración propia con información de la CNMV (2003).

La composición del Consejo de Administración de NH Hoteles, S.A. es respetuosa con las recomendaciones del denominado Código de Buen Gobierno ("Informe Olivencia") pues los Consejeros independientes son mayoría en consonancia con la actual configuración accionarial de la Compañía en la cual la porción de capital flotante es sensiblemente superior a las participaciones accionariales significativas.

La OPA lanzada por la hotelera Hesperia sobre un 26,1% del capital de NH Hoteles, calificada como hostil por el Consejo de Administración de NH Hoteles, ha cambiado la configuración de la estructura de capital de esta última. El lanzamiento de la operación se produce en mayo y se cierra en agosto de 2003, después de haberse mejorado la oferta inicial y resultar rechazada por una buena parte de los accionistas de NH Hoteles. El grupo Hesperia invirtió 49 millones de euros en comprar el 4,58% del capital de NH Hoteles. El mismo día que Hesperia mejoraba la oferta, el propietario de Inditex, Amancio Ortega, amplió su participación en NH del 5 al 10%, respaldando así al Consejo de Administración actual de NH Hoteles. El proceso de presentación de la oferta ha impulsado al alza la cotización de la compañía.

En opinión de algunos analistas financieros, NH Hoteles cuenta con un tamaño susceptible de compra por cualquiera de las grandes cadenas hoteleras que desee introducirse o aumentar su presencia en Europa. El grupo español es uno de los líderes

del mercado urbano europeo de hoteles, tras la compra de la holandesa Krasnapolsky. Además, la compra de la alemana Astron, realizada a precio razonable y con importancia estratégica, ha sido bien valorada por los analistas, por lo que se considera atractiva para realizar acercamientos empresariales.

La fragmentación del accionariado de NH Hoteles es un factor que hace vulnerable a la cadena hotelera ante el lanzamiento de una OPA, un riesgo que ya había reconocido el presidente de la compañía hotelera, Gabriele Burgio: "No hay manera de parar una operación de este tipo, debido a que actualmente el capital de la compañía está muy repartido", advirtió como consecuencia del lanzamiento de la reciente OPA de Hesperia sobre NH.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Cabe destacar el abandono del accionariado de la compañía por una parte importante de los inversores extranjeros, que poseían participaciones significativas en NH Hoteles. Es el caso de fondos internacionales, como Threadneedle Investment (Reino Unido), que poseía más de un 7 por ciento del capital de NH Hoteles desde junio de 1998 y ya no consta en los registros de la CNMV. Por su parte, Fidelity International Limited (Reino Unido), fue rebajando progresivamente su participación, que llegó a ser del 5,66 por ciento. Tampoco Chase Manhattan Bank (Estados Unidos), poseedor en julio de 2002 de un 11 por ciento, aparece como accionista de la compañía.

NH Hoteles cuenta con una estructura accionarial alejada del modelo típico en el mercado turístico español. No es una compañía vinculada a una familia sino que se trata de una cadena hotelera que aglutina intereses diversos en el ámbito del negocio turístico, en especial el relacionado con la hostelería. No existía un accionista de referencia hasta la última operación de compra de acciones protagonizada por Amancio Ortega en verano de 2003, y el gobierno de la compañía debe atender a la confluencia de diferentes agentes procedentes de diversos campos. El *free float* supera el 60%, por encima del conjunto de las participaciones significativas en el capital de la compañía, entre las que se incluye el paquete accionarial en poder del equipo directivo, lo que facilitaría la confluencia de intereses de gestores y propietarios. Hay otros accionistas con participación significativa como es el caso de socios financieros españoles como Bancaja y Corporación Financiera Caja Madrid –que también comparte intereses con

NH en el negocio de la restauración y del ocio- así como el empresario Amancio Ortega, que ha adquirido recientemente algunos hoteles a NH, que ésta sigue gestionando, y algunos accionistas internacionales que permanecen en la compañía, como son Perpetual, Finaf92 y LOMBARD, ODIER & CIE.

La Cadena NH Hoteles ha experimentado importantes cambios en su accionariado a lo largo de su historia y, por ende, en su concepción del negocio y sus estrategias.

Actualmente, la compañía se prepara para afrontar lo que consideran un inevitable proceso de concentración en Europa, por lo que aspiran a estar bien posicionados en ese escenario. No hay que descartar su atractivo para cualquier gran cadena que desee penetrar fuertemente en Europa. Ello justificaría su fortalecimiento reciente en dicho mercado y la consiguiente búsqueda de apoyos financieros adecuados.

3.5.2.4. Organización empresarial.

3.5.2.4.1. Estrategia de expansión internacional.

Prueba de la existencia de una estrategia de inversión progresiva en el exterior la encontramos en la adquisición en junio de 1999 de una participación del 19,1% de la compañía italiana Jolly Hotels por 30,7 millones de euros. Se trata de una compañía adquirida fundamentalmente al Grupo Benetton, que cuenta con un importante conjunto de hoteles urbanos en Italia, con 35 hoteles (28 en propiedad y 7 gestionados) y un total de 6.375 habitaciones. Jolly Hotels, Spa. cotiza en la Bolsa de Valores de Milán. Esta inversión se plantea inicialmente como una inversión financiera y así se refleja en el balance de NH Hoteles pero NH acabó controlando la gestión de Jolly Hotels. Esta operación constituyó para NH Hoteles un importante paso en su internacionalización en el mercado europeo.

Por otro lado, la estrategia de expansión hacia Latinoamérica se centra fundamentalmente en inversiones en los países de Mercosur, con el ánimo de convertirse en un operador destacado de hoteles urbanos. En 1999, NH Hoteles invirtió

44 millones de euros en Argentina donde consiguió cerrar el ejercicio con 5 hoteles operando bajo su marca. También en 1999 abrió un hotel en Montevideo (Uruguay) y adquirió un hotel en Santiago de Chile, que comenzó a operar bajo su marca en 2000.

La estrategia de expansión en Latinoamérica por el grupo NH se plantea ya en 1997, gracias a la atracción ofrecida por el crecimiento económico de la zona en los años anteriores y los procesos de privatización y liberalización económica acometidos por algunos países del área durante la década de los 90. De igual manera, debemos considerar el efecto de arrastre que ejercieron las compañías españolas que apostaron por las inversiones en estos países y que a su vez eran importantes cuentas corporativas en España de NH Hoteles por lo que podían convertirse en una base fija de clientes en la región.

Los planes del grupo podían haberse visto alterados por la crisis económica que pocos meses después afectaría a estos países iberoamericanos, algo que finalmente no aconteció gracias fundamentalmente al aprovechamiento de una "favorable coyuntura de tipos de interés para adquirir activos con fórmulas financieramente atractivas" como se afirma en el Informe Anual 1999 de NH Hoteles.

Actualmente, las cadenas internacionales tienen una gran presencia en el área latinoamericana fundamentalmente en el sector de hoteles de cinco estrellas. El sector de tres estrellas no cuenta con participación internacional, está controlado por empresarios independientes de la zona y se encuentra ciertamente poco desarrollado.

En el terreno de las alianzas estratégicas que afectan a la expansión en Iberoamérica, en 1999 NH Hoteles hace público que Equity International Properties, Inc. (EIP), un fondo de inversión inmobiliaria con base en Chicago, invertiría 42,5 millones de dólares en actividades de la sociedad en Latinoamérica. A cambio, EIP recibe una participación del 25% en Latinoamericana de Gestión Hotelera, S.A. (sociedad a través de la que NH Hoteles ha canalizado sus inversiones en Latinoamérica). Con este acuerdo, NH Hoteles contaría con el respaldo financiero suficiente para afrontar sus inversiones en la zona y su veloz expansión, al tiempo que podría beneficiarse de la experiencia inmobiliaria del fondo EIP en Latinoamérica.

En la estrategia de expansión internacional de NH Hoteles destaca la fusión con la cadena holandesa Krasnapolsky (Krasnapolsky Hotels & Restaurants, N.V.) en julio de 2000 –NH cerró con éxito una OPA sobre la compañía holandesa-. Con ello, NH Hoteles casi duplicó su tamaño al incorporar 65 hoteles situados en 10 países. Krasnapolsky era una compañía hotelera situada en el mismo segmento de NH Hoteles, con mayoría de hoteles urbanos y predominio de clientes de negocios, liderando el mercado en Ámsterdam y Bruselas, capitales de sus principales mercados. La cadena venía operando fundamentalmente a través de las marcas Golden Tulip Hotels o Tulip Inn. La fusión permite también la incorporación al Grupo NH de 4 restaurantes en Holanda independientes de los hoteles.

BIBLIOTECA VIRTUAL

Esta operación supuso el acceso a la cotización de NH Hoteles en Euronext a partir de septiembre de 2000, en sustitución de las acciones de Krasnapolsky.

NH Hoteles ha accedido también muy recientemente al mercado mexicano a través de la adquisición de una cadena de hoteles que operan bajo la marca Krystal.

El Grupo NH Hoteles "tiene entre sus objetivos prioritarios el de seguir creciendo y el de participar de forma activa en el proceso de concentración que atraviesa el sector, tanto en los mercados en los que ya tiene presencia como en nuevos mercados", se declara en el Informe Anual 2000. En su estrategia de especialización, su intención es consolidar su liderazgo en hoteles de negocios tanto en España como en Benelux, mientras mejora su posición en Europa –la adquisición de la cadena Astron Hotels en febrero de 2002 así lo confirma- y América Latina, persiguiendo en esta última región alcanzar también el liderazgo en hotelería urbana de negocios en Mercosur.

En opinión de los directivos de NH Hoteles, es inevitable un proceso de concentración en Europa que dé lugar a grupos hoteleros capaces de competir con las mayores cadenas internacionales.

La operación de fusión con Krasnapolsky representa un paso importante en ese proceso y da a NH Hoteles una posición de privilegio en tres países europeos –35 hoteles en Holanda, por ejemplo, entre los que se encuentra el Grand Hotel Krasnapolsky y 18

hoteles en Bélgica- y presencia en siete más. La compañía española entiende que así adquiere la fortaleza financiera y el volumen para desempeñar un papel protagonista en el proceso de concentración mencionado. Además, proporciona al Grupo una base de clientes más amplia y diversificada, reduciendo la dependencia de la economía nacional y presenta oportunidades para buscar sinergias de ingresos y costes a través de economías de escala y de la puesta en marcha de nuevas técnicas de gestión apoyadas en la profesionalidad de todos los empleados de NH Hoteles, manteniendo la elevada tasa de crecimiento.

NH Hoteles ha planteado su expansión en América Latina a través de compras, salvo en México, que es un mercado más maduro. En los demás países las grandes cadenas internacionales cuentan con establecimientos de elevada categoría y el resto suelen ser hoteles independientes, en los que se ha centrado la estrategia de crecimiento de NH Hoteles. Se plantean como operaciones de mayor riesgo pero la compañía entiende que en caso de equivocación en la operación, al menos conservarían el valor residual del inmueble.

En Europa el mercado es diferente y el Grupo entiende que puede asumir más fácilmente el arrendamiento como fórmula de expansión porque sus conocimientos sobre el mercado son más profundos y su capacidad de controlar su evolución y su riesgo, mayor.

El crecimiento europeo, a juicio de Estanislao Gómez, del Departamento de Expansión de NH, puede seguir avanzando de forma inminente a través de un peso mayor en la cartera de los arrendamientos, que desplazarían a la compañía hacia un modelo menos intensivo en capital en la estrategia paneuropea ya que NH continúa su estrategia de acceder a los principales mercados europeos, especialmente Francia, Italia y Reino Unido.

3.5.2.4.2. Estructura organizativa.

Tal y como ha quedado expuesto anteriormente en esta Memoria, el Grupo NH ha protagonizado un importante esfuerzo de concentración de su actividad en el sector hotelero en los últimos años, en concreto a partir de 1999. En conexión con dicha estrategia aparecen sus participaciones empresariales en sociedades dedicadas a otras actividades eminentemente turísticas.

Así, NH Hoteles es propietaria mayoritaria hoy de la compañía Sotogrande, S.A., sociedad que cotiza en la Bolsa española, dedicada al negocio inmobiliario y a la explotación del Almenara Golf-Hotel & Spa, restaurantes, club de playa y distintas instalaciones.

En Sotogrande, complejo turístico de enorme importancia en la oferta turística andaluza, se celebran importantes torneos de golf y competiciones de polo y está registrando una evolución muy favorable debido a la expansión del negocio inmobiliario de los últimos años, así como a la buena marcha del Hotel Almenara y sus restaurantes.

Por lo que se refiere a la sociedad Ahora, la participación de NH Hoteles era del 51% de su capital mientras que su socio en la constitución de dicha compañía en 1999, Corporación Caja Madrid contaba con el restante 49%. En diciembre de 2002, NH Hoteles compró a Caja Madrid el 49% de Ahora, por lo que el 100% de la compañía pertenece en estos momentos a NH Hoteles.

Ahora gestionaba el Casino de Madrid –rehabilitado exteriormente en 2000- y el Casino Club de Golf Los Retamares, también en Madrid, que cuenta en sus instalaciones con restaurante, campo de golf y numerosos servicios para socios. Posteriormente, se produjo una reagrupación de los negocios de Sotogrande y Ahora, por la que todo el negocio de hoteles se concentró en la matriz NH, todo el negocio de golf y hostelería turística en Sotogrande, que también se hace cargo del Casino de Madrid, y Ahora se integró en la matriz, agrupando los hoteles urbanos de su cartera.

Como ya se ha apuntado, en 2000 el Casino de Madrid y Ferrán Adriá pusieron en marcha un servicio de catering con la filosofía de El Bulli, el famoso restaurante catalán, llamada el Bulli Catering, que se encarga de organizar cualquier tipo de evento, incluyendo la localización del espacio más adecuado para cada tipo de acto. El Bulli catering tiene sedes en Barcelona, Madrid y Sevilla y viene atendiendo desde su creación peticiones de clientes de numerosos países.

Asimismo, Sotogrande está presente de forma mayoritaria en el capital de Aymerich Golf Management, mientras el resto de las participaciones están en manos de Francisco Aymerich. Su actividad se centra en el servicio de análisis, desarrollo y gestión de campos de golf. Esta empresa ocupa una posición de liderazgo en el sector de golf en España, gestionando y asesorando en la actualidad, entre otros, varios campos en Andalucía:

- Almenara Hotel-Golf-Spa (Sotogrande-Cádiz)
- Club Zaudín (Tomares-Sevilla)
- Marina Golf (Mojácar-Almería)
- La Reserva de Sotogrande (Sotogrande-Cádiz)

Aymerich Golf Management (A.G.M.) participa también activamente en el desarrollo de nuevos proyectos de golf en Málaga.

Por su parte, NH Hoteles está presente en otro negocio vinculado al ocio a través de su participación en el Parque Temático Warner Brothers en San Martín de la Vega (Madrid). Es socio fundador y mantiene desde el principio una participación del 5% del capital de Parque Temático de Madrid, S.A.

Sotogrande ha concluido en la primavera de 2003 una ampliación de capital a través de la cual Caja Madrid ha entrado en su accionariado con un 17, 3 por ciento. La ampliación de capital corresponde al conjunto de operaciones aprobadas en diciembre de 2002 por los consejos de administración de NH y de Sotogrande.

Cuadro 3.41.

Participaciones de NH Hoteles en otras empresas		
SOCIEDAD	**DOMICILIO**	**% DE PARTICIPACIÓN DEL GRUPO**
Iberinterbrokers, S.L.	Barcelona	75,00
Aravallas, S.L.	Madrid	100,00
Betpol, S.A.	Madrid	40,00
G.V.G.T. Asociados, S.L.	Barcelona	10,00
Palacio de la Merced, S.A.	Burgos	50,00
Aymerich Golf Management, S.L.	Madrid	45,00
Gestión Hoteles Inversión, S.L.	Barcelona	50,00
Hoteles y Gestión, S.A.	Tenerife	7,64
Hanuman Investment, S.L.	Tenerife	50,00
Parque Temático de Madrid, S.A.	Madrid	5,00
Gran Círculo de Madrid, S.A.	Madrid	28,10
Casino Club Golf, S.L.	Madrid	51,00
Club Deportivo Sotogrande, S.A.	Cádiz	92,51
Sociedad Deportiva de Tenis, S.A.	Cádiz	24,30
S.A.D. Sotogrande, S.A.	Cádiz	7,60
Resco-Sotogrande, S.L.	Cádiz	50,00
NH Private Equity, B.V.	Holanda	80,00
Comunidad de Bienes Retamares	Madrid	68,20
Fomento Inmobiliario Rústico y Urbano, S.A.	Madrid	9,99

Fuente: NH Hoteles (2001).

En cuanto a las marcas con las que en este momento opera la compañía, convendría apuntar que su idea es mantener la marca NH para todo el Grupo –en 2002 se ha presentado la nueva identidad corporativa bajo un nuevo logotipo NH-, cambiando la marca de determinados hoteles que ahora operan bajo el nombre Golden Tulip, Tulip Inn o Astron hacia NH. Con ello se consigue internacionalizar aún más la imagen de marca de NH pero la razón principal que ha llevado a la compañía a adoptar esta medida de unificación de marcas es que el Grupo NH sólo posee una parte de los hoteles que operan en el mundo bajo las marcas mencionadas, ya que el resto están franquiciados y por ello NH Hoteles no controla en su totalidad la evolución de dichas marcas, mientras que la marca NH goza de buena reputación y sí está controlada por el Grupo.

La marca NH va a ser la que identifique a todos los hoteles del Grupo en el mundo, conviviendo con la misma la marca NH Collection para los establecimientos que eran NH Oro y los hoteles más representativos de la cadena, así como NH Comfort, que identifica a los establecimientos de gama más baja, antes denominados NH Express. Ya se ha procedido al "rebranding" en buena parte de los establecimientos de la cadena.

La política de inversiones de NH Hoteles seguiría las siguientes pautas:

a) Búsqueda de ser el accionista principal cuando se trate de tomar participaciones en otras empresas. Las compañías objetivo de NH Hoteles pertenecen al sector hostelería, aunque una nueva línea de negocio en la estrategia del Grupo es el golf y el negocio inmobiliario vinculado al mismo y al desarrollo del turismo residencial. Esto último concentrado geográficamente en el sur de España.

b) El activo principal que se valora a la hora de tomar una participación es la capacidad de los gestores para conseguir la maximización del beneficio.

c) Las alianzas estratégicas con compañías de diversos sectores (EIP, Iberia, Caja Madrid, American Express, Aymerich Golf Management...) para desarrollar algunos productos y servicios complementarios del negocio principal como fórmula idónea para lograr la máxima implicación de los socios en el desarrollo del mismo.

d) Perseguir la creación de valor para el accionista.

Después de conocer el resultado de la OPA planteada por Hesperia, NH Hoteles anuncia que se va a centrar en la ejecución de su plan estratégico, que contempla la concentración de los esfuerzos de gestión en la aceleración de las medidas de reducción de costes para optimizar la rentabilidad de las inversiones materializadas en los últimos años. También se va a racionalizar la política de inversiones, congelando los planes de nuevas inversiones en 2004 y procediendo a llevar a cabo algunas desinversiones en "activos hoteleros no estratégicos" (NH Hoteles, 2003, citado por Hosteltur), entre las que destaca la de Hotel Princesa Sofía, en Barcelona[3].

[3] Cuando en enero de 2002 NH anunciaba la puesta en venta del 10% de su patrimonio inmobiliario para financiar la expansión internacional de grupo y la compra de cadenas extranjeras como la alemana Astron, también la compañía declaró que iban a vender establecimientos poco estratégicos para el grupo, desprendiéndose totalmente de un 5% y el restante 5% se vendería con pacto de recompra (*sale and lease back*) a fondos inmobiliarios, estrategia en la que NH Hoteles es líder en España. En aquella ocasión, se dijo que los hoteles que en ningún caso se venderían eran el Princesa Sofía, en Barcelona, y el Eurobuilding, en Madrid.

3.5.2.4.3 Estrategia de expansión en España.

La estrategia de crecimiento en España pasa por la creación y desarrollo de la marca "NH Comfort"[4], con hoteles urbanos de categoría media (dos estrellas) que ofrecen solamente dos servicios (alojamiento y desayuno) y por tanto, generan muy pocos gastos. La inversión media planteada inicialmente es de 600.000 euros en establecimientos con una capacidad de unas 100 habitaciones.

Hubo un intento fallido en 1997 de alianza con el grupo francés Accor para promover una cadena de hoteles de dos estrellas bajo la marca IBIS, participada al 50% por cada grupo. La cadena francesa está especializada en la gestión de hoteles de esa categoría en toda Europa. Además, el grupo francés opera en diversas categorías a través de sus marcas Sofitel, Novotel, Mercure, Motel-6, Etap y Formule-1. Las negociaciones entre la empresa francesa y Cofir se rompieron porque a éste le pareció más rentable el proyecto de crear y desarrollar su propia cadena de hoteles de dos estrellas. Esta idea la materializó NH Hoteles con la creación de NH Express. Esta marca engloba hoteles situados en las afueras de las ciudades, ofreciendo precios económicos. En la actualidad, la cadena está procediendo a la sustitución de la marca NH Express por NH Confort.

NH es el primer operador urbano en España, ocupa la tercera posición en cuanto al número de habitaciones y su presencia alcanza los 98 establecimientos a final de 2002. En ese último ejercicio NH Hoteles vendió cuatro hoteles al empresario gallego Amancio Ortega –con contrato de alquiler a NH por 20 años y opción de recompra- para financiar la compra de la cadena alemana Astron que afrontó con esos recursos y con parte de las acciones de NH.

[4] NH Hoteles operaba bajo las marcas NH Hoteles y NH Selección Oro –en la que se incluían los establecimientos de la gama más alta- hasta la aparición de esta tercera marca, NH Express (recientemente pasa a llamarse NH Comfort), nacida para agrupar a los hoteles más modestos y económicos del grupo, de categoría dos y tres estrellas.

Cuadro 3.42.

Estructura de NH Hoteles en España por categoría

Tipo de establecimiento	Número de hoteles	Número de habitaciones
1*/2*	3	292
3*	55	4.889
4*	40	5.826

Fuente: Hostelmarket (2003).

Cuadro 3.43.

Presencia de NH Hoteles en España por comunidades autónomas

Comunidad Autónoma	Número de Hoteles	Número de habitaciones
Andalucía	13	1.473
Aragón	4	378
Asturias	1	97
Baleares	-	-
Canarias	2	209
Cantabria	2	165
Castilla-La Mancha	3	216
Castilla-León	4	301
Cataluña	17	1.658
Extremadura	-	-
Galicia	3	367
La Rioja	2	193
Madrid	27	3.491
Murcia	3	354
Navarra	3	333
País Vasco	4	576
Comunidad Valenciana	10	1.196

Fuente: Hostelmarket (2002).

La cadena tiene una importante implantación en todo el territorio nacional ya que cuenta con presencia en prácticamente todas las Comunidades Autónomas, con las únicas excepciones de Baleares y Extremadura, por razones diferentes en cada caso. En el caso balear porque la oferta se concentra en manos de las cadenas especializadas en sol y playa; en el caso extremeño, la escasa oferta hotelera no corresponde a cadenas, sino que se basa en la hotelería independiente. Solamente Sol Meliá, Barceló y HUSA cuentan con hoteles en las principales ciudades extremeñas al margen de la oferta de Paradores, de entre las 50 principales cadenas españolas.

La razón fundamental que justifica las ubicaciones elegidas es la existencia de tejido empresarial en áreas próximas, ya que NH Hoteles no busca emplazamientos de playa ni cercanos a actividades de ocio como parques temáticos. Su especialización en hotelería

urbana la lleva a situarse principalmente en las capitales de provincia o en los núcleos urbanos de mayor dimensión. La excepción en esa especialización la representa otro segmento de negocio en franca expansión en la estrategia de crecimiento del Grupo, las actividades de golf. Así, al margen de lo apuntado, habría que considerar la importancia del complejo turístico Sotogrande en Cádiz y los planes confirmados por NH Hoteles en la misma dirección, lo que apunta también a las provincias de Almería, Huelva y Málaga, donde está previsto afrontar nuevas inversiones y proyectos vinculados al negocio del golf.

3.5.2.5. Principales rasgos.

Cuadro 3.44.

Principales rasgos de NH Hoteles
- NH Hoteles es la tercera cadena en España por número de habitaciones y ocupa la tercera posición en Europa en el segmento de hoteles de negocios.
- Mantiene una notable presencia en el territorio español, en el que las únicas Comunidades Autónomas que no disponen de establecimientos NH son Baleares y Extremadura.
- Es la primera cadena hotelera española que obtiene recursos a través de la Bolsa al ser una de las participadas por Cofir. Hoy no sólo cotiza en España.
- Tiene una estructura accionarial atípica en el mercado hotelero español.
- La compañía afronta una concentración creciente de su negocio en las actividades hoteleras, manifestando un creciente interés por el golf, la restauración, los eventos y algunas otras actividades de ocio.
- Sus establecimientos se sitúan fundamentalmente en el segmento urbano, con la excepción de los vinculados a las actividades de golf.
- NH Hoteles plantea una oferta diversificada en cuanto a la categoría de sus establecimientos, tradicionalmente orientados al ámbito de las tres/cuatro estrellas, aunque intenta desarrollar en España la oferta de dos estrellas.
- Sotogrande, que acapara desde 2003 todo el negocio de golf y hostelería turística, pretende desarrollarse en el segmento de los establecimientos de lujo.
- Flexibilidad en las fórmulas de incorporación de hoteles a la cadena. Aunque en sus establecimientos españoles prima la propiedad, no se descartan otras fórmulas.
- NH Hoteles inicia su proceso de internacionalización en los últimos años noventa, previa consolidación en el mercado nacional. América Latina es su primer objetivo.
- La expansión internacional reciente se ha apoyado principalmente en grandes operaciones de adquisición en Europa.
- Demuestra un creciente interés por el mercado europeo. Su entrada en varios mercados fuera de Europa y América Latina ha sido consecuencia de operaciones de fusión y adquisición con cadenas europeas.
- Afronta su expansión internacional siguiendo estrategias diferentes para América Latina (compras) y para Europa (arrendamiento).

Fuente: elaboración propia.

3.5.3. Barceló Hoteles (Grupo Barceló).

3.5.3.1. Orígenes y trayectoria.

El Grupo Barceló celebra en 2001 sus 70 años de existencia. La empresa nació en 1931 en Felanitx (Mallorca) como empresa dedicada al transporte de pasajeros en autobús, bajo el nombre de Autocares Barceló. Desde sus orígenes la compañía se centra en la actividad turística aunque no se dedica al negocio de las agencias de viajes hasta dos décadas después.

En 1954 comienza su actividad en el sector de agencias de viajes y la creación de Viajes Barceló en 1960 afianza su posición en este sector.

La dedicación a la actividad hotelera es inmediata, manteniéndose inicialmente su negocio en Baleares. El primer hotel se inaugura en Mallorca en 1962 y en 1968 se inicia la expansión al resto del territorio balear, construyendo hoteles en Ibiza (Hotel Pueblo Ibiza) y en Menorca (Hotel Hamilton).

A partir de 1970 y a lo largo de toda la década, a pesar de tratarse de un periodo marcado por la crisis económica a partir de 1973, es la etapa en la que el Grupo aborda una importante expansión en la Península Ibérica, tanto en la actividad de agencias de viajes como en la actividad hotelera.

En 1981 adquiere un tour operador, Turavia, iniciando así la internacionalización de la actividad de viajes. Por su parte, la expansión internacional del negocio hotelero se inicia en 1985, con la apertura de un hotel en el Caribe, conformándose como la empresa española pionera en el área. Los años 80 se configuran como el origen de la actividad internacional del Grupo, que se consolidará en los mercados exteriores en la década siguiente.

En 1990 se produce el desembarco en Costa Rica. Barceló es pionera en ese mercado en el que pronto alcanzará una posición de liderazgo, siendo en la actualidad la primera

compañía hotelera en ese país centroamericano. Sus inversiones en Playa Tambor son esenciales para alcanzar dicha posición.

En 1991, Barceló Viajes resulta adjudicataria de la gestión del programa de Vacaciones de la Tercera Edad –Imserso- de España, lo que supone un claro impulso en la actividad de agencia de viajes.

Un nuevo hito en la expansión internacional del Grupo se produce con la entrada en el mercado de Estados Unidos, a partir de la apertura de un primer hotel en Washington en 1992. Otro tanto se puede decir del primer hotel en Praga, que da pie al inicio de la actividad de la compañía en el Este de Europa en 1993. Con ambas operaciones, se diversifica la actividad del Grupo al expandirse en el segmento de hoteles urbanos fuera de España. Dicho segmento de mercado no se incorpora al negocio de Barceló en España hasta 1995 y el primer hotel de ciudad gestionado por el Grupo será el Hotel Barceló Sants, en Barcelona.

Por su parte, la actividad de Barceló Viajes no ha dejado de crecer y en 1996 ésta asume la representación para todo el territorio español del tour operador británico First Choice.
First Choice es uno de los grupos turísticos más importantes de Europa, el mayor de Canadá – con la firma Signature Vacations- y propietario de la línea aérea Air 2000. Sus áreas de negocio principales son la actividad de tour operador, la venta minorista de viajes, los vuelos charter y el charter especializado en navegación y deportes náuticos, que lidera a través de la marca Sunsail.

Dicha compañía británica emplea a 11.000 trabajadores y cotiza en la Bolsa de Londres, siendo una de las mayores del mercado de viajes vacacionales –transportó seis millones de viajeros en 2000-.

La relación entre Barceló y First Choice culmina en junio de 2000 con una alianza estratégica que convierte a Barceló en el principal accionista de First Choice Holidays al integrar la división de viajes de Barceló en el grupo británico por unos 37.000 millones de pesetas, a cambio de su participación en el mismo.

En 1997 dan comienzo las actividades en América del Sur, con un primer hotel en Cumaná (Venezuela).

El ejercicio de 1998 arroja como resultado la toma de grandes decisiones en la estrategia de expansión del Grupo. Se adquiere el 19,37% del grupo Globalia (línea aérea, agencias de viaje y tour operador). Se ponen en marcha las franquicias en el ámbito de la división de Viajes. Asimismo, se constituye la *joint venture* Grubarges.

Grubarges se crea para constituir un importante patrimonio hotelero. Está participada de forma paritaria por tres compañías líderes en sus respectivas áreas de negocio. Se trata de Grucycsa, sociedad de inversión del grupo constructor Fomento de Construcciones y Contratas, que cotiza en la bolsa española; Gesinar, perteneciente entonces a Argentaria[5], y la Corporación Barceló.

La sociedad Grubarges ha invertido hasta 2001 más de 700 millones de euros en la compra de hoteles, en mejoras de instalaciones y en la realización de proyectos de nueva planta, lo que permite la incorporación de 29 hoteles a Barceló Hotels & Resorts. Las adquisiciones y tomas de participaciones a través de Grubarges suponen en la actualidad uno de los cauces fundamentales de la expansión hotelera de Barceló.

En 1999 se produce la entrada en Turquía a través de la división hotelera, con la gestión de seis establecimientos en la región de Bodrum. También México es un destino significativo en la expansión del Grupo, destacando la inauguración del complejo Barceló Maya Resort, en la Riviera Maya, así como la adquisición por Grubarges de dos hoteles en ese país que serán gestionados por Barceló.

El año 2000, como se ha anticipado más arriba, es determinante en la estrategia de crecimiento de la división de viajes, gracias a la alianza con First Choice. Barceló aporta su red de oficinas para atender el negocio receptivo, mayorista y minorista en España y América Latina, a través de la cual First Choice consigue una importante plataforma de lanzamiento hacia nuevos mercados. Con la operación de entrada en First Choice

[5] Gesinar, inmobiliaria perteneciente a Argentaria, tras la formación del grupo BBVA, pasó a convertirse en filial de Metrovacesa y en 2003 fue vendida por ésta a la sociedad de capital riesgo británica Grupo 3i. En la actualidad ya no forma parte del accionariado de Grubarges.

Holidays, Barceló fortalece su posición en el mercado internacional de viajes al conseguir capacidad de decisión en el mercado emisor.

Pero también en 2000 tienen lugar otros acontecimientos que afectan al negocio de viajes del Grupo ya que se incorporan a la División las agencias minoristas españolas Eurojet Viajes e IT Travel, así como la minorista argentina Viajes Verger.

Por su parte, la división hotelera del Grupo también registra importantes avances en 2000. Barceló Hotels toma la gestión de sendos hoteles en Shangai y Davao, siendo la primera operadora española que se establece en China y en Filipinas. Grubarges adquiere 16 hoteles en diferentes ciudades de Estados Unidos a Bedrock Partners, con una inversión de $ 325 millones.

Asimismo, Barceló se convierte en 2000 en la empresa hotelera líder en la República Dominicana con 19 hoteles, además de ampliar su presencia en América Latina con la entrada en dos nuevos mercados, Ecuador y Uruguay.

El acceso al continente africano tiene lugar durante 2001, con la incorporación a la cadena de cinco nuevos hoteles radicados en Cabo Verde. Al mismo tiempo, Barceló no descuida su expansión en sus mercados tradicionales como es el caso de España y América Latina. Entre las operaciones nacionales destaca la inauguración de un *resort* en la provincia de Huelva –se ha convertido en un destino clave en la estrategia de crecimiento del Grupo en Andalucía- mientras se produce el acceso a dos nuevos mercados al otro lado del Atlántico, al empezar a operar en El Salvador y Panamá.

Cuadro 3.45.

Evolución histórica del Grupo Barceló

Año	Acontecimiento
1931	Nace Autocares Barceló, compañía de transporte de pasajeros fundada por Simón Barceló en Felanitx (Mallorca).
1954	Comienza la actividad en el sector de agencias de viaje.
1960	Se constituye Viajes Barceló.
1962	Apertura del primer hotel de la cadena, en Mallorca. Arranca la actividad hotelera.
1965	Desarrollo de un nuevo estilo de hotel, "hoteles-pueblo", pensados para familias, con una gran variedad de servicios a buen precio: apertura del hotel Barceló Pueblo Palma.
1968	Expansión hotelera al resto de Baleares. Se construye el Hotel Barceló Pueblo Ibiza y se adquiere el Hotel Hamilton en Menorca.
1970	Inicio de la actividad de Barceló en la Península Ibérica con la apertura del Hotel Barceló Pueblo Benidorm.
1981	Adquisición del tour operador Turavia, lo que constituye el primer paso hacia la internacionalización del Grupo.
1985	Inicio de las operaciones hoteleras internacionales. Se inaugura el primer hotel en el Caribe, Barceló Bávaro Beach Resort, en Punta Cana (República Dominicana), siendo la compañía hotelera pionera en el área.
1990	Desembarco en Costa Rica con la construcción del Hotel Barceló San José Palacio.
1992	Entrada en el mercado hotelero de Estados Unidos con la compra de un primer establecimiento en Washington, el Radisson Barceló Washington, al que luego seguirá otro en Orlando, con lo que Barceló se convierte en la compañía hotelera española pionera en USA. Sigue la expansión en Costa Rica.
1993	Expansión al Este de Europa, con la apertura de un primer hotel en Praga, Barceló Praha. Barceló también entra en Nicaragua, a través del Barceló Playa Montelimar.
1995	Entrada en el segmento de hoteles de ciudad en España con la incorporación del Barceló Hotel Sants en Barcelona.
1996	Barceló Viajes asume la representación para el territorio español del tour operador británico First Choice Holidays.
1997	Primer hotel en Sudamérica: BarcelóNueva Toledo Suites & Hotel, en Cunamá (Venezuela).
1998	Se constituye la joint venture Grubarges, empresa patrimonial hotelera, junto a Grucycsa (grupo FCC) y Gesinar (Argentaria).
1999	Inauguración del complejo Barceló Maya Beach Resort, en la Riviera Maya, México. Es propiedad de Grubarges, que adquiere también dos nuevos hoteles en la costa del Pacífico de México. Entrada en el sector hotelero en Turquía con la incorporación de varios establecimientos en la región de Bodrum.
2000	Barceló se fortalece en el mercado emisor internacional mediante la incorporación de su División de viajes al grupo turístico británico First Choice Holidays, convirtiéndose a cambio de ello en el primer accionista de este grupo integrado de viajes y turismo. Barceló Hotels & Resorts se hace con la gestión de su primer hotel en Extremo Oriente, siendo la primera operadora española que se establece en Filipinas. Grubarges adquiere 16 hoteles en diferentes ciudades de Estados Unidos (US$ 325 millones de inversión) convirtiéndose en la primera cadena española en el mercado norteamericano. Barceló Hotels & Resorts se convierte en la cadena hotelera líder en la República Dominicana, con 19 hoteles. Se produce la apertura a nuevos mercados americanos, como Ecuador y Uruguay
2001	Entrada en Cabo Verde, con la incorporación de 5 hoteles. Acceso a nuevos mercados latinoamericanos: Brasil y Panamá. Barceló aprueba un plan estratégico que, entre otros objetivos, persigue duplicar su cartera de hoteles en cuatro años. Entrada en Cuba, a través de la gestión del Barceló Solymar Beach resort, en Varadero. Se inaugura el hotel Barceló Bávaro Convention Center en Playa Bávaro (República Dominicana), el más moderno y uno de los más importantes de América Latina y Caribe.
2002	Barceló incorpora su primer hotel en Honduras, así como nuevos establecimientos en Panamá, donde se convierte en la primera cadena hotelera del país. Incorpora la franquicia como fórmula de expansión: apertura de franquicias en Malta, Túnez y Marruecos. Barceló adquiere la operadora hotelera norteamericana Crestline Capital, que gestiona cerca de 7.000 habitaciones en 12 estados de USA. Con ello se crea la filial Barceló Crestline Hotels & Resorts, que refuerza de modo notable la presencia de Barceló en USA, donde pasa a operar un buen número de hoteles y centros de convenciones.
2003	Apuesta por el crecimiento a través de fórmulas del alquiler, gestión y franquicia.

Fuente: elaboración propia con información de la compañía (2002).

3.5.3.2. Presencia internacional.

Hoy, Barceló Corporación Empresarial (Barceló Empresas) sigue gestionada por miembros de la familia Barceló, compartiendo la Presidencia dos nietos del fundador. Cuenta con más de ciento treinta establecimientos hoteleros en dieciocho países del mundo, unos 17.000 empleados y su estrategia de crecimiento se concentra en cinco grandes líneas de actuación:

- El producto "resort", que Barceló implantó en varios países del Caribe.
- Los mercados vacacionales tradicionales que, a juicio de Barceló, aún presentan grandes oportunidades.
- El segmento de alojamiento urbano, en el que Barceló quiere llegar a tener una presencia significativa.
- Cambiar la estrategia tradicional de crecimiento, basada en la propiedad mayoritaria de los hoteles, para pasar a una política de inversión basada en la diversificación del riesgo con nuevas vías de negocio como el alquiler, la gestión y la franquicia. Así, se puede imprimir mayor impulso al crecimiento de la compañía.
- El área de viajes, consolidando la participación en First Choice, a pesar del deseo de centrarse básicamente en el sector hotelero.

La persecución de estos objetivos lleva al Grupo a plantear en 2001 la apertura de nuevos hoteles en Baleares, Canarias y Barcelona, mercados tradicionales para Barceló; otros destinos mediterráneos españoles como Huelva, Málaga y Valencia; asimismo, nuevos destinos internacionales como Cuba, Brasil, Panamá, Bolivia y Honduras; finalmente, sin olvidar la ampliación de su presencia en Estados Unidos.

La operación más reciente llevada a cabo por la compañía se refiere a la cobertura de este último objetivo. Se trata de la adquisición, en marzo de 2002, a través del lanzamiento de una OPA amistosa, de una red americana de 38 hoteles que se suma a la red de 18 establecimientos que ya gestionaba en Estados Unidos. La compra se ha cerrado por 603 millones de euros con Crestline Capital Corporation, propietaria y gestora de hoteles. Se materializará con la compra del 100% del capital de Crestline,

que cotiza en Bolsa, tras lo cual surgirá una nueva compañía denominada Barceló Crestline.

Barceló ya era la primera cadena hotelera de capital español con mayor presencia en Estados Unidos y esta operación va a permitir la creación de una sólida plataforma para la expansión del Grupo, a juicio de uno de sus copresidentes, Simón Pedro Barceló.

Crestline Capital Corporation es la matriz de Crestline Hotels & Resorts, siendo la empresa fruto de la segregación de la actividad de gestión hotelera de Marriott. Los 38 hoteles, urbanos en su mayoría, suponen la ampliación en 7.000 habitaciones de la oferta de Barceló en 12 estados de Estados Unidos, además de las salas de convenciones. Muchos de estos hoteles operan con marcas como Marriott, Hilton, Sheraton, Renaissance o Crowne Plaza.

Estas cifras sitúan el mercado estadounidense por delante del español a la hora del cómputo de la presencia de Barceló, situándose la República Dominicana en tercer lugar.

También fuera de las fronteras españolas destaca la incorporación de su primer establecimiento en régimen de franquicia, el Barceló Riviera Resort & Spa, que supone su desembarco en Malta.

En 2002, sin considerar los proyectos, Barceló Hotels & Resorts cuenta con presencia en 16 países, con la distribución que aparece en el cuadro siguiente:

Cuadro 3.46.

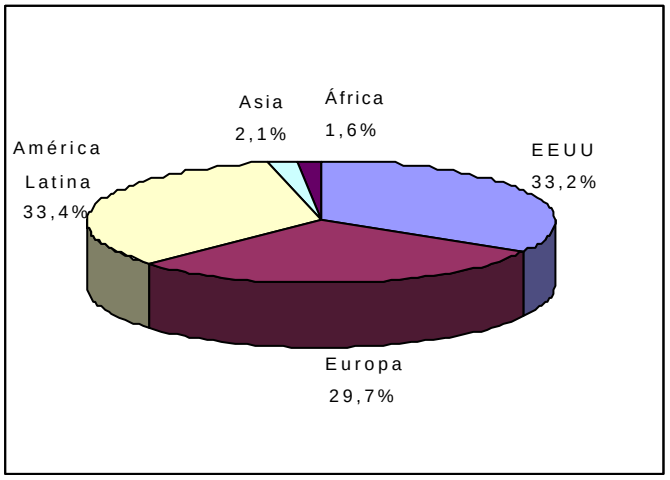
Presencia mundial de Barceló a 31 de diciembre de 2001		
PAÍS	**NÚMERO DE HOTELES**	**NÚMERO DE HABITACIONES**
Brasil	2	360
Cabo Verde	5	491
Costa Rica	8	995
Cuba	1	525
Ecuador	1	90
España	31	8.753
EE.UU.	18	3.869
Filipinas	3	321
Guatemala	1	100
Honduras	1	42
Malta	1	204
México	6	2.092
Nicaragua	1	290
Panamá	3	116
República Checa	1	213
República Dominicana	19	5.051
Turquía	3	442
Uruguay	1	78
Venezuela	6	689
TOTAL	112	24.721

Fuente: Hostelmarket, 2002.

En la actualidad, el grupo Barceló se encuentra presente en 18 países de cuatro continentes, sumando en conjunto 138 hoteles y 30.848 habitaciones. El desglose geográfico de los establecimientos hoteleros figura en el siguiente gráfico.

Gráfico 3.11.

Distribución geográfica de los hoteles del Grupo Barceló

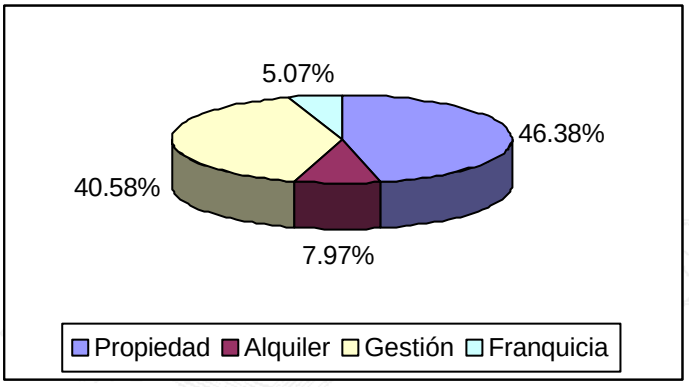


Fuente: elaboración propia a partir de información de la compañía (2003).

Si consideramos la distribución hotelera de Barceló por tipos de gestión, observamos que la proporción más importante en la cartera está representada por fórmulas de *management* que se concreta fundamentalmente en los establecimientos americanos –Barceló cuenta para ello con el programa "Barceló Management Integral"- ya que la fórmula predominante en Europa es la propiedad. Los alquileres suponen una modalidad de gestión muy poco desarrollada en la compañía y representan el 8% de la cartera.

Gráfico 3.12.

Distribución de los hoteles del Grupo Barceló por régimen de explotación



Fuente: elaboración propia a partir de información de la compañía (2003).

3.5.3.3. Estructura de capital.

La familia Barceló es propietaria del 100% del grupo Barceló Corporación Empresarial, del que dependen Unión Hotelera Barceló, S.L. (100% de la Corporación Empresarial) al igual que el 100% de Barceló Gestión Hotelera, S.L., además de un 21% del capital de First Choice Holidays, PLC, también en manos de la Corporación Empresarial Barceló. Por su parte, Unión Hotelera Barceló participa con un 75% en el Grupo Turístico Barceló, S.L. y con un 50% en Grubar Hoteles, S.L., propietaria del 66,6% de Grubarges, mientras que el resto de Grubarges pertenece a Fomento de Construcciones y Contratas.

Cuadro 3.47.

Principales accionistas del Grupo Barceló

Compañía	Accionistas	Sector	%
BARCELO HOTELS	FAMILIA BARCELO	HOTELERO	100.00
GRUBARGES INVERSION HOTELERA, S.L.	GRUCYCSA, S.A. (GRUPO FCC)	CONSTRUCCIÓN	33.33
	GRUBAR HOTELES, S.L. (50% GRUPO TURÍSTICO BARCELO, 50% GRUPO FCC)	HOTELERO	66.66
BARCELO CLAVEL HOTELES, S.A.	HOTELES BARCELO, S.A.	HOTELERO	51.00
	CLAVEL HOTELES, S.A.	HOTELERO	49.00

Fuente: elaboración propia con información de la compañía y Verlag Dieter Niedecker GmbH (2003).

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Actualmente Grubarges es propietaria de 29 hoteles repartidos por el sur de España, Canarias, México y Estados Unidos, todos ellos bajo la gestión de Barceló Hotels & Resorts.

La Corporación Empresarial Barceló incluye en su seno diversas empresas relacionadas con el turismo, entre las que se encuentra la cadena hotelera que opera con la marca Barceló Hotels & Resorts. El grupo se mantiene a lo largo de las décadas vinculado a la familia Barceló, fundadora, propietaria y gestora del negocio familiar, por lo que la toma de decisiones pasa por los criterios de dicha familia, si bien es cierto que las alianzas estratégicas con otras empresas vinculadas al negocio turístico han caracterizado la evolución de la compañía en los últimos tiempos y han permitido a ésta afianzar su posición en diversos mercados y áreas de actividad.

En lo que al negocio hotelero se refiere, el hecho más significativo que afectaría a la toma de decisiones de Barceló es su alianza con Fomento de Construcciones y Contratas en Grubarges, propietaria de hoteles que gestiona Barceló. En ese terreno, las decisiones de inversión son compartidas, aunque Barceló es la única responsable del funcionamiento de los hoteles.

Por otro lado, aunque no afectaría directamente a la división hotelera desde el punto de vista de la toma de decisiones, los Barceló han formalizado recientemente la integración de su división de viajes en el grupo británico First Choice, accediendo a través de éste a la cotización bursátil.

3.5.3.4. Organización empresarial.

3.5.3.4.1. Estrategia de expansión internacional.

La Corporación Barceló es en la actualidad un importante grupo internacional de empresas cuyos pilares fundamentales son, a juicio de la propia compañía, los siguientes:

- Un sólido patrimonio hotelero, con propiedad mayoritaria o minoritaria en 57 establecimientos.
- Una prestigiosa marca de gestión, Barceló Hotels & Resorts, que da nombre a más de un centenar de hoteles a través de la que se ha logrado un notable incremento de la planta hotelera incorporada mediante contratos de gestión.
- Una importante presencia en el mercado internacional de viajes como accionista principal de First Choice Holidays.

La evolución de la compañía en los últimos ejercicios se ha caracterizado por una expansión intensa y su consolidación internacional, cuya clave financiera se encuentra en la reinversión de beneficios, así como en alianzas estratégicas que han permitido la creación de un importante patrimonio inmobiliario que, en exclusiva o a través de Grubarges, representa el 55% de los hoteles gestionados.

Barceló afronta su expansión internacional incorporando en 2002 la fórmula de la franquicia, a través de la cual ha logrado ya abrir un establecimiento en Malta y firmar contratos en Túnez y Marruecos. La compañía espera que ello permita intensificar el ritmo de crecimiento en los mercados internacionales.

En estos momentos, Barceló es líder en América Latina, ocupando el primer lugar en la República Dominicana y en Costa Rica. Asimismo, es la cadena hotelera de capital español con mayor presencia en Estados Unidos. Tiene establecimientos en Asia, ya que cuenta con 4 hoteles en Filipinas, y también dispone de 5 establecimientos en África, en concreto en Cabo Verde.

En su Plan Estratégico se contempla la apertura de establecimientos hasta 2005 y la potenciación de su presencia latinoamericana es clara así como las aperturas previstas en Estados Unidos que reforzarán la posición de Barceló en ese mercado. Está prevista la inauguración en breve de un primer establecimiento en Omán, incorporando así un nuevo mercado para Barceló.

La compañía centrará sus esfuerzos en las siguientes líneas de expansión:

- América Latina, donde se pretende consolidar el liderazgo y acceder a nuevos mercados para el Grupo, como Bolivia.
- España, donde algunos destinos de sol y playa ofrecen importantes atractivos al Grupo, entre los que conviene destacar la identificación de necesidades hoteleras, sobre todo en áreas poco saturadas, como Huelva.
- Otros países mediterráneos con alto potencial turístico, como Marruecos, Túnez, Egipto, Grecia y Croacia.
- Europa, a través del segmento de hoteles urbanos. Lo planteado como objetivo de crecimiento urbano en España, el Grupo lo ha extendido a Europa, por lo que "está dispuesto a desarrollar una red hotelera en las principales ciudades de Europa".
- Estados Unidos, donde pretende reforzar su posición.

3.5.3.4.2. Estructura organizativa.

Barceló muestra un perfil muy diversificado de su negocio al analizarlo por áreas geográficas, ya que tiene presencia en cuatro continentes, por lo que el riesgo de dicho negocio se ve disminuido porque la aparición de problemas de un área puede verse compensada con una situación diferente en otra.

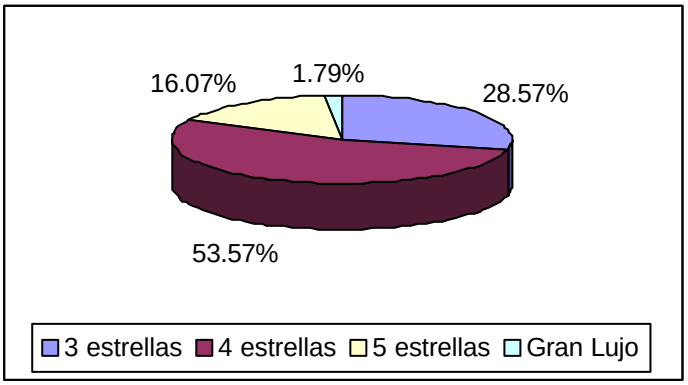
La propia organización del negocio denota una realidad diferente en cada área en la que la compañía opera y así se distinguen Direcciones Generales para cada zona.

Desde que se creara en 1962 la división hotelera, el segmento del mercado en el que se había especializado Barceló era el vacacional. Así fue durante 30 años hasta que en 1992 la compañía inicia su negocio en Estados Unidos, donde opera en el segmento urbano. Desde ese momento también concentrará sus esfuerzos en ese negocio, no sólo en Estados Unidos, sino en todas las áreas en las que opera, aunque los principales pasos hayan sido dados en Estados Unidos y tímidamente, en Europa. El turismo vacacional sigue siendo, por tanto, el segmento más importante en el negocio de Barceló en todas las áreas geográficas de actuación, con la única excepción de Estados Unidos, donde la expansión de la compañía se ha producido en el segmento de hoteles de ciudad, representando éstos más del 90 por ciento de la operativa en la zona.

Barceló opera fundamentalmente en el segmento de establecimientos de 4 estrellas, representando esta categoría más de la mitad de los hoteles gestionados por Barceló Hotels & Resorts. Más del 25 por ciento de los establecimientos son de 3 estrellas y no cuenta con ningún alojamiento de categoría inferior, concentrándose los de 5 estrellas básicamente en América Latina que, asimismo, constituye el área geográfica en la que el Grupo cuenta con mayor número de hoteles y habitaciones, más del 40 por ciento del total en ambos casos.

Gráfico 3.13.

Distribución de los hoteles del Grupo Barceló por categorías



Fuente: Hostelmarket, 2002.

La capacidad hotelera de Barceló se ha incrementado desde 1995 hasta 2001 en un 145 por ciento, pasando de 20.000 a 49.000 plazas. Así, Barceló Hotels & Resorts es actualmente una marca que representa a una de las 30 mayores compañías hoteleras del mundo.

El vigente Plan Estratégico 2000-2005 confirma y proyecta la evolución de la compañía con un gran crecimiento. En relación con sus planes de expansión, Barceló aspira a convertirse en el segundo grupo hotelero de capital español. Para ello el Plan Estratégico tiene como objetivo alcanzar los 200 hoteles en 2004, lo que significaría duplicar prácticamente su red actual. El establecimiento de alianzas estratégicas sería la base de la importante expansión, manteniendo el control de la gestión. De ser una cadena exclusivamente vacacional y propietaria de sus hoteles, ha pasado a ser gestora hotelera tanto para hoteles vacacionales (60% de su portfolio) como para hoteles de negocios (40% restante de su cartera), abierta a nuevas posibilidades estratégicas e incorporando nuevas formas de asociación a la cadena, como es el caso de la franquicia. Su estrategia de crecimiento contempla el segmento de calidad como prioritario a través de la incorporación de hoteles de cuatro y cinco estrellas.

Otros proyectos clave en el futuro de la compañía son:

- Reordenación de la marca. Con el fin de clarificar el posicionamiento de los diferentes productos Barceló Hotels & Resorts, se está definiendo una nueva estrategia y arquitectura que se pretende implantar en 2003.
- Integración en programas de fidelización.
- Desarrollo de una nueva central de reservas, a fin de optimizar la relación con los clientes finales.
- Portal corporativo, como claro ejemplo de modernización de la compañía y de orientación a sus clientes.
- Modernización de sistemas. Actualización de programas informáticos y herramientas de gestión.
- Actualización de la estructura, con la armonización de los servicios centrales de la División Corporativa con las unidades de negocio.

Barceló ha concentrado en el sector turístico sus actividades desde sus orígenes hasta hoy y así va a seguir siendo. Sin embargo, paralelamente, el Grupo amplió sus intereses al invertir en 1981 en un proyecto editorial al que todavía permanece vinculado. Se trata de la puesta en marcha de un periódico, el Día de Baleares, cuya cabecera pasó a denominarse con posterioridad "El Mundo-El Día de Baleares" a partir de la entrada en el proyecto del grupo editorial de El Mundo. Barceló mantiene en la actualidad una importante participación en el proyecto a través de la titularidad del 33 por ciento del capital de la compañía Rey Sol, S.A.

Otras áreas de actividad a las que Barceló se ha vinculado mantienen una clara conexión con el negocio tradicional del Grupo. Así, en el sector transportes, explota la compañía marítima Naviera Tambor en Costa Rica, que presta servicio de transporte de pasajeros y vehículos a Playa Tambor, donde existen instalaciones hoteleras de Barceló.

Por otro lado, Barceló explota campos de golf en República Dominicana y Costa Rica, además de casinos localizados en hoteles del Grupo en América Latina, ya que 11 de sus establecimientos disponen de estos espacios dedicados a dicha actividad.

En la misma línea de diversificación de las inversiones turísticas se encontraría la puesta en marcha de un centro de talasoterapia en Fuerteventura, así como la construcción de Centros de Convenciones, anejos a sus hoteles, en Sevilla y Playa Bávaro (República Dominicana), con la intención de captar el creciente turismo de incentivo.

3.5.3.4.3. Estrategia de expansión en España.

Por lo que se refiere al segmento vacacional y tal y como ha quedado demostrado por lo realizado en 2002 y por el propio planteamiento del Plan Estratégico, la compañía va a concentrar sus esfuerzos en Andalucía, según el Vicepresidente Ejecutivo, José Lorenzo Mulet Sans. Así, en 2002 ha tomado en alquiler un hotel en Málaga y ha tomado otro en arrendamiento en Cádiz. Andalucía también representa la entrada de Barceló en el segmento del golf tal y como anunciara recientemente la compañía, asumiendo uno en Málaga y otro en Cádiz. Los próximos ejercicios contemplan también aperturas en

Málaga y Cádiz, con la incorporación a la cartera de Barceló Hotels & Resorts de dos nuevos hoteles en cada provincia hasta 2005.

Por lo que se refiere al segmento urbano, sus operaciones más destacadas han tenido lugar recientemente en Barcelona y Valencia, donde sigue habiendo proyectos.

En Barcelona también aparece el negocio del golf como clave en la estrategia de crecimiento futuro de la compañía.

Cuadro 3.48.

Distribución de los hoteles del Grupo Barceló en España		
COMUNIDAD AUTÓNOMA	**NÚMERO DE HOTELES**	**NÚMERO DE HABITACIONES**
Baleares	11	2.859
Canarias	7	2.798
Andalucía	4	1.039
País Vasco	3	641
Extremadura	2	353
Murcia	2	156
Comunidad Valenciana	1	530
Cataluña	1	377

Fuente: Hostelmarket (2003).

Cuadro 3.49.

Distribución de los hoteles del Grupo Barceló en España por categorías		
CATEGORÍA	**NÚMERO DE HOTELES**	**NÚMERO DE HABITACIONES**
3*	16	4.689
4*	13	3.707
5*	2	357

Fuente: Hostelmarket (2003).

3.5.3.5. Principales rasgos.

Cuadro 3.50.

Principales rasgos del Grupo Barceló
- Barceló cuenta con una dilatada trayectoria en el negocio turístico en España.
- Su estrategia de crecimiento la lleva a consolidarse en primer lugar en el mercado español, afrontando su primer proyecto fuera de España en la década de los ochenta, con la construcción de un hotel en Caribe, siendo pionera entre las empresas españolas en el área.
- Baleares y Canarias han sido sus mercados de referencia en España.
- Barceló se consolida internacionalmente en los años noventa con la cobertura de numerosos destinos hasta llegar a cuatro continentes (África, América, Asia y Europa).
- La actividad de la división hotelera se diversifica en la década de los noventa, con la entrada en el segmento de la hotelería urbana en Estados Unidos y en España.
- Se posiciona en la oferta hotelera con establecimientos de 3, 4 y 5 estrellas, éstos últimos radicados fundamentalmente en el Caribe.
- El mercado estadounidense se sitúa por delante de España en el *portfolio* de Barceló.
- La propiedad de los establecimientos constituye la clave en su estrategia de crecimiento, si bien su expansión en USA ha significado que la cartera de Barceló se decante por el *management*.
- En 2002, incorpora la franquicia como fórmula para intensificar su capacidad de crecimiento, muy intensa ya en los últimos diez años.
- A corto plazo, Barceló pretende que el producto *resort* protagonice la oferta de Barceló, lo que denota una clara apuesta por los mercados vacacionales.
- Al mismo tiempo, Barceló quiere ampliar su presencia en la hotelería urbana, con lo que sigue apostando por un negocio muy diversificado.
- Responsables de Barceló han declarado en más de una ocasión la intención del Grupo de salir a Bolsa en cuanto la coyuntura de los mercados lo permita.

Fuente: elaboración propia.

3.5.4. Hoteles Riu.

3.5.4.1. Orígenes y trayectoria.

La empresa nació en 1953 coincidiendo con la compra de un pequeño hotel en Playa de Palma (Mallorca), el Riu San Francisco, de 80 camas, ubicado en primera línea de mar. Su fundador fue Juan Riu, ayudado por su hijo, Luis Riu Beltrán, desde la gestación del proyecto Riu hasta su fallecimiento en 1998.

Desde ese momento la empresa pasa a ser codirigida por los hijos de Luis Riu, Carmen Riu Güell (responsable de la administración y las finanzas) y Luis Riu Güell (encargado de la expansión). Ambos ostentan la condición de consejero-delegado.

Riu Hotels & Resorts es en la actualidad una cadena hotelera dedicada exclusivamente al turismo de sol y playa, que cuenta con 98 establecimientos vacacionales en 11 países. Si atendemos al criterio del número de habitaciones, Riu se sitúa en el 31º puesto en el *ranking* mundial, mientras en España ocupa la segunda posición, después de Sol Meliá. También se sitúa como la segunda cadena española por volumen de facturación.

Sus establecimientos están localizados en Baleares, Canarias (donde es líder en oferta alojativa), República Dominicana, Cuba, Florida, México, Jamaica, Túnez, Bulgaria, Chipre, Madeira, Croacia y Rumanía. Su clientela es de procedencia centroeuropea y española, fundamentalmente, así como americana (Estados Unidos, Canadá y Argentina).

A continuación presentamos un breve perfil histórico de la evolución de la compañía:

Cuadro 3.51.

Evolución histórica de Hoteles Riu	
Año	**Acontecimiento**
1953	Juan Riu compra el Hotel San Francisco en la Playa de Palma (Mallorca) e inicia la trayectoria del Riu en el negocio hotelero vacacional.
1960	España se abre a Europa y Riu amplía su oferta en Mallorca, consolidándose como empresa hotelera.
1976	El tour operador alemán TUI, número uno en Europa, entra en el accionariado de Riu.
1980	Riu expande su actividad en Canarias, destino no estacional en el que pronto ocupará la primera posición en su oferta de alojamiento.
1990	Riu afronta su primera experiencia en su proceso de internacionalización con la inauguración del hotel Riu Taíno en Punta Cana (República Dominicana
1993	Creación de la sociedad de explotación hotelera Riusa-II, que gestionará todos los hoteles de la cadena. La familia Riu es propietaria del 50% de Riusa-II mientras que el otro 50% pertenece al tour operador TUI, socio ya tradicional de Riu. Riu adquiere los 11 hoteles de Iberotel.
1996	Adquisición de los 9 hoteles de la cadena británica Belhaven.
1997	Riu adquiere a Banesto el emblemático Hotel Maspalomas Oasis de Gran Canaria, uno de los mejores establecimientos vacacionales de Europa y desde entonces buque insignia de la cadena en territorio español.
1998	Muere el hijo del fundador, Luis Riu Bertrán, que había estado al frente de la cadena como consejero-delegado. A partir de ese momento sus hijos, Carmen y Luis, asumen la máxima responsabilidad al frente del negocio familiar. El grupo industrial alemán PREUSSAG adquiere TUI como parte de su estrategia de trasladar sus inversiones al sector turístico. La cadena inaugura una Oficina de Contratación y Ventas en Madrid para abrirse al mercado emisor español estableciendo acuerdos con los principales mayoristas del país.
1999	Riu toma en gestión 12 hoteles de la cadena Iberotel en Túnez, Marruecos, Bulgaria y Chipre, con lo que se inicia la expansión por el norte de África y el Mediterráneo oriental. La cadena incorpora la franquicia como fórmula de crecimiento. Se inaugura el hotel Riu Palace México, un hotel de lujo en la Riviera Maya y nuevo referencia de la cadena fuera de España.
2000	TUI pasa a ser TUI Group, constituyendo la división turística del grupo industrial PREUSSAG.
2001	El consorcio turístico TUI Group adopta como nuevo nombre "World of TUI". Sigue la expansión y la creciente diversificación internacional de la cadena.
2002	Terminó el ejercicio con 98 hoteles, volviendo a estar presente en Marruecos.
2003	Riu incorpora como nuevos destinos los mercados de Rumanía y Croacia.

Fuente: elaboración propia con información de la compañía (2003).

3.5.4.2. Presencia internacional.

Riu Hotels & Resorts contaba a finales de 2002 con 98 establecimientos vacacionales en 11 países, con la previsión de abrir 12 nuevos establecimientos a lo largo de 2003, reforzando su presencia en México con dos nuevos hoteles, en Chipre con otras cinco nuevas aperturas, instalándose en dos nuevos destinos internacionales, Croacia y Rumanía, donde se hará cargo de un primer hotel en régimen de alquiler o gestión. Tampoco en Chipre su apuesta pasa por la propiedad de los nuevos establecimientos. En cambio, los nuevos hoteles en México serán en régimen de propiedad. El resto de las

aperturas tendrán lugar en España, en Gran Canaria sumará uno más en propiedad, y dos en Andalucía, uno de ellos también incorporado al patrimonio de Riu.

Con ello la cadena se sitúa en el puesto 31 del Top-50 de los hoteles en el mundo y en España consolida su posición, así como refuerza su imagen de referencia internacional en la hostelería de sol y playa, única actividad a la que se ha dedicado desde su nacimiento hace 50 años.

Cuadro 3.52.

Presencia mundial de Riu en 2003	
PAÍS	**NÚMERO DE HOTELES**
Bulgaria	5
Chipre	2
Croacia	1
Cuba	2
España	57
Estados Unidos (Florida)	2
Jamaica	2
Marruecos	2
México	8
Portugal	3
República Dominicana	10
Rumanía	1
Túnez	9

Fuente: Riu (2003).

3.5.4.3. Estructura de capital.

El capital de Riusa II, S.A. está distribuido a partes iguales entre los miembros de la familia Riu, por un lado, y el tour operador alemán TUI AG (anteriormente denominado Preussag AG, que cambió su nombre en junio de 2002), por otro. TUI AG cotiza en la Bolsa de Frankfurt, ocupando la 27º posición en el índice DAX30 alemán.

Cuadro 3.53.

Principales accionistas de Riu	
Compañía	**%**
Familia Riu	**50,0**
TUI AG	**50,0**

Fuente: elaboración propia con información de la compañía (2002).

Desde 1976, TUI está en el accionariado de Riu por lo que el protagonismo de este tour operador europeo en la toma de decisiones en la cadena hotelera española es notable desde ese momento, tanto más desde que en 1993 la familia Riu y TUI crean una empresa conjunta cuyo accionariado comparten al 50% y que se responsabiliza a partir de esa fecha de la gestión de los hoteles que oferta la cadena Riu.

Cuadro 3.54.

Perfil histórico de Preussag AG (actualmente TUI AG)

Año	Acontecimiento
1959	El grupo opera básicamente en la industria básica y es la primera compañía alemana en ser parcialmente privatizada.
1960	Fundación de una empresa en compañía de AKZO, en el sector químico.
1961	La mayor compañía europea de maquinaria pesada, VTG Vereignite Tanklager und Transportmittel GMBH, radicada en Hamburgo, se convierte en subsidiaria de Preussag.
1966	Preussag absorbe KIAG y ésta se convierte en el núcleo de la división de productos de consumo. Sigue ampliando su negocio en maquinaria pesada. Adquisición de SFH, impulsando su negocio en el sector de protección contra el fuego.
1970	Después de 47 años desde su fundación, Preussag se convierte en una empresa totalmente privada al desprenderse VEBA de su 26,5% que obraba en su poder desde la privatización parcial de 1959. El grupo cuenta en ese momento con 20.600 trabajadores.
1974	Preussag se desprende de las compañías de productos de consumo.
1976	Entra en el accionariado de Riu.
1981	Inicia las actividades de petróleo y gas en USA.
1983	Comienza la producción de petróleo en Gabón y Egipto.
1989	Reorganización de las actividades de Preussag transfiriendo desde la matriz Preussag AG a compañías independientes algunas unidades de negocio. Con la integración de Salzgitter AG el tamaño de Preussag crece un 75% aproximadamente y se convierte en uno de los grupos industriales más importantes de Alemania, facturando unos 19 billones de DM.
1993	Junto con la familia Riu funda RIUSA II, S.A.
1997	Adquisición del 99,4% de las acciones de la compañía aérea Hapag-Lloyd AG, el paso más significativo en la transformación de Preussag en un grupo de servicios.
1998	Preussag desinvierte en actividades vinculadas al acero. Las autoridades aprueban la compra de Hapag-Lloyd AG. La nueva subsidiaria Hapag-Lloyd compra una participación mayoritaria (50,1%) en TUI Touristik Union International. Se produce la creación del grupo HTU Hapag Touistik Union (más tarde redenominado TUI Group), donde se incluye la participación en TUI y las otras participaciones en actividades turísticas, alcanzando la HTU una facturación de 10 billones de DM y convirtiéndose en el mayor grupo turístico europeo. Adquisición de un 24,9% de Thomas Cook con opción a ampliar dicha participación antes de finalizar el ejercicio. Así, Preussag consigue acceder al estratégicamente significativo mercado británico de una manera muy destacada.
1999	TUI adquiere una participación mayoritaria en L'tur Tourismus AG. Preussag se hace con el 100% del capital de TUI.
2000	Preussag adquiere el mayor tour operador británico, Thomson Travel Group Plc. Preussag cierra una alianza estratégica con Nouvelles Frontières, líder francés de paquetes turísticos, y adquiere una participación en el grupo francés que poco a poco alcanzará un 34,4% del capital del mismo en 2002.
2001	Preussag vende su participación en Thomas Cook Holdings Ltd. Desinversiones en ingeniería. Adquisición de un 51% de la compañía Austrian Magic Life International Hotelbetriebgesellschaft mbH. Compra de un 51% de Anfi Group, lo que significa su entrada en el negocio del tiempo compartido. Anfi construye y gestiona proyectos en Gran Canaria.
2002	Preussag incrementa su participación en Nouvelles Frontières hasta alcanzar un 34,4% del capital. El grupo se retira del sector naval y la construcción de barcos. TUI Airline Managemente es el nombre bajo el que Preussag gestiona las principales funciones compartidas de sus seis líneas aéreas. Preussag AG cambia su nombre por el de TUI AG. TUI AG se hace con el control del 100% del primer tour operador francés, Nouvelles Frontières. TUI AG sigue desinvirtiendo en el sector químico. Sigue abandonando otras actividades industriales, para concentrarse cada vez más en el sector turístico.

Fuente: elaboración propia a partir de datos proporcionados por TUI AG (2003).

La especialización de Riu en establecimientos vacacionales de sol y playa contribuye al mejor aprovechamiento de las sinergias que puedan existir con su socio, perteneciente al grupo alemán Preussag. Riu cuenta con el respaldo de un gran grupo, no sólo en el plano financiero, sino fundamentalmente en el aseguramiento de cada una de las etapas de la cadena de valor del sector turístico, desde agencias de viajes que operan en el ámbito emisor y receptivo, pasando por compañías aéreas propias, hasta otras cadenas hoteleras con las que colaborar abaratando costes.

La evolución de la cadena hotelera parece haber estado muy marcada por su colaboración con TUI y la atención de los intereses conjuntos de ambas compañías, condicionando su expansión y la especialización de su oferta.

3.5.4.4. Organización empresarial.

3.5.4.4.1. Estrategia de expansión internacional.

La expansión internacional del grupo Riu es relativamente reciente, remontándose a la década de los noventa. Su primer proyecto internacional se desarrolló en la República Dominicana, donde hoy la cadena cuenta con 10 establecimientos enclavados en maravillosas playas, todos ellos operando bajo la fórmula de "all inclusive", siendo la mayoría de categoría 5 estrellas.

Durante el periodo de los años noventa Riu accede a otros mercados en América como Cuba, donde gestiona hoteles pertenecientes a la sociedad estatal Gran Caribe, Florida o México, para entrar finalmente en Jamaica, donde cuenta con dos establecimientos "all inclusive" en primera línea de playa.

Otros destinos europeos han sido objetivo posterior de la estrategia internacionalizadora de Riu. Portugal constituyó la primera incursión europea fuera de España. La cadena se instaló en Madeira y en Algarve.

A mediados de 1999 la cadena incorpora a su cartera los hoteles de Iberotel gestionados hasta entonces por TUI. Esta operación sitúa a Riu en Túnez, Marruecos, Bulgaria y Chipre, comenzando así su expansión por el norte de África, Europa Central y el Mediterráneo Oriental.

Quedan así definidas las áreas de expansión internacional de la cadena en las que en los últimos años ha ampliado su presencia incorporando nuevos destinos y abriendo nuevos establecimientos. Su próximo objetivo fuera de dichas zonas sería Cabo Verde, enclave en el que Riu proyecta establecerse de forma inminente.

Con la incorporación de los establecimientos de Marruecos y Bulgaria, Riu estrenaba la fórmula de la franquicia, bajo la cual ha intensificado su crecimiento reciente, no sólo en su red internacional sino muy especialmente en su expansión española, preferentemente Andalucía y Canarias.

La cadena continúa su expansión, a pesar de la coyuntura adversa que se ha vivido en el último año. Carmen Riu apuntaba recientemente la necesidad de adaptarse siempre a la evolución del mercado y a los cambios en la demanda. Sin embargo, su modelo de especialización en el segmento hotelero vacacional de sol y playa no se ha visto alterado en medio siglo de existencia ya que la cadena no considera renunciar a los valores que han cimentado su éxito.

3.5.4.4.2. Estructura organizativa.

Riu aparece estructurada en divisiones operativas por lo que no encontramos una distribución de responsabilidades por área geográfica como sucede en otras cadenas.

La sociedad matriz, Riusa II, S.A. fue constituida en 1993 e inscrita en el registro mercantil de Baleares como sociedad de explotación hotelera que pertenece en un 50% a la familia Riu mientras que el 50% restante está en manos del tour operador alemán TUI, socio tradicional en el negocio turístico de Riu y primer tour operador europeo.

La única empresa participada por Riusa II, S.A. es Riu Internacional, S.A. dedicada a inversiones financieras y en la que en el reparto accionarial aparecen junto a Riusa II, S.A., los hermanos Riu Güell.

Riusa II, S.A. se dedica a la gestión y explotación de hoteles de su propiedad, alquiler, en régimen de "management" o franquicia. Así, se ha convertido en la 31ª mayor cadena del mundo y punto de referencia internacional de la hostelería vacacional de sol y playa. En palabras de la compañía "Ésta es la única actividad a la que se ha dedicado la empresa y en la que siempre ha reinvertido sus beneficios".

D. Rafael Munar, Director General de RR.HH. de Riu, comenta que el objetivo principal de la compañía es cuidar hasta los más pequeños detalles para que el cliente tenga unas grandes vacaciones. Ésta es la razón por la que Riu ha pasado de ser un pequeño negocio familiar a ser una cadena hotelera internacional.

Su integración dentro del grupo Preussag le ha permitido obtener importantes sinergias, ya que además de contar con el respaldo de un gran grupo financiero, se han asegurado cada una de las etapas de la cadena de valor del sector turístico:

- Cuentan con agencias de viajes: se emplean para captar la demanda. En los destinos estas agencias actúan de receptivas (negociación, transfer, solución de incidencias).
- Cuentan con compañías aéreas propias.
- Cuentan con otras cadenas hoteleras dentro del mismo grupo: beneficios importantes derivados de las compras de aprovisionamientos, utilización de sistemas de reservas conjuntos y sobre todo, campañas de promoción de otros destinos del grupo en el lugar de estancia del cliente.

Por el lado de la estrategia de posicionamiento, la cadena de hoteles Riu distingue en su producto cuatro diferentes marcas:

- Riu Hoteles: se incluyen hoteles de 3 y de 4 estrellas.
- Clubhotel Riu: los hoteles incluidos operan en régimen de todo incluido.

- Riu Palace: establecimiento de cuatro estrellas de categoría superior.
- Riu Grand Palace: establecimientos de cinco estrellas.

La calidad del producto Riu se traduce en un excepcional promedio de ocupación anual (el 87%) y en un elevado índice de fidelización (el 35% de los clientes son repetidores; medio millón poseen la tarjeta del programa de fidelización Riu Class).

3.5.4.4.3. Estrategia de expansión en España.

En su estrategia de expansión en España, más intensamente que en su implantación internacional, Riu incorporó en 1999 la franquicia como fórmula de crecimiento. La empresa ofrece la utilización de su marca a establecimientos vacacionales de sol y playa de al menos 200 habitaciones, bien ubicados en zonas litorales y con propietarios comprometidos con la calidad del producto y la rentabilidad de su negocio más allá del corto plazo.

Actualmente Riu circunscribe su presencia española a cuatro Comunidades Autónomas, Canarias, Baleares, Andalucía y Cataluña, por ese orden de importancia en el negocio de la compañía. Canarias concentra desde los años ochenta buena parte de los esfuerzos de Riu llegando consolidar la compañía su posición como la primera cadena en el archipiélago. Así, Canarias supone para Riu aproximadamente la mitad de su volumen de ventas, por lo que una parte de las oficinas centrales de la empresa se sitúan en la Playa del Inglés, en Gran Canaria, en concreto el Departamento de Recursos Humanos y el Centro de Formación de Personal.

Por su parte, Baleares es el territorio en el que nace la compañía en 1953. Desde entonces y hasta su incursión en Canarias, Riu amplió su número de hoteles en Mallorca y posteriormente en Formentera.

En Andalucía la presencia de Riu también es importante concentrando en la provincia de Málaga el grueso de su actividad andaluza. Así, Málaga cuenta con 5 de los 8 establecimientos radicados en Andalucía, uno en Nerja, uno en Marbella, dos en

Torremolinos y una inminente apertura en Torrox. En Huelva hay dos hoteles Riu y uno en Cádiz, cuya apertura estaba prevista para el verano de 2003, bajo el régimen de "all inclusive" que cuenta como rasgo distintivo el de ser el establecimiento más grande de la cadena. Dentro de Andalucía, el Responsable del Área de Franquicias de la compañía afirma que las dos provincias más atractivas son Cádiz y Huelva, por las que se apuesta en los planes de expansión futura. Riu es consciente del éxito internacional de la fórmula todo incluido y estas provincias ofrecen todavía hoy la posibilidad de ofertar ese servicio construyendo adecuadas infraestructuras hoteleras.

Por último, la cadena está presente en Cataluña con un hotel en Gerona, lugar de origen de la familia fundadora de Riu.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

En un futuro inmediato, Riu se plantea abrir algún establecimiento en la Comunidad Valenciana, por lo que estudia en estos momentos algunos proyectos en dicho territorio.

Cuadro 3.55.

Distribución de hoteles Riu en España		
COMUNIDAD AUTÓNOMA	**NÚMERO DE HOTELES**	**NÚMERO DE HABITACIONES**
Canarias	34	8.486
Baleares	16	4.190
Andalucía	7	1.897
Cataluña	1	32

Fuente: Hostelmarket (2002).

Cuadro 3.56.

Distribución de hoteles Riu en España por categoría del establecimiento		
CATEGORÍA	**NÚMERO DE HOTELES**	**NÚMERO DE HABITACIONES**
3*	16	4.344
4*	41	9.919
5*	1	342

Fuente: Hostelmarket (2002).

También en España, al igual que en los otros territorios en los que opera Riu, la categoría de hoteles que predomina en la oferta de la cadena es la de cuatro estrellas, si bien es cierto que en su cartera radicada en el Caribe la proporción de establecimientos de categoría cinco estrellas se incrementa sustancialmente.

3.5.4.5. Principales rasgos.

Cuadro 3.57.

Principales rasgos de Hoteles Riu
- Riu es una cadena hotelera española cuyo negocio es exclusivamente el relacionado con la gestión de sus establecimientos, respaldada por un importante grupo internacional, TUI, que se orienta progresivamente hacia los negocios turísticos, concentrando en ese ámbito diversas actividades que permiten una atención integral a las necesidades del turista cliente y que impulsan con ello la cobertura de la oferta de Riu.
- La cadena ocupa la segunda posición en España, por número de habitaciones.
- La compañía está especializada en la hotelería vacacional de sol y playa, lo que ha marcado la localización de sus establecimientos nacionales e internacionales.
- Su estrategia de crecimiento ha estado basada tradicionalmente en la propiedad de los establecimientos, hasta la reciente incorporación de la fórmula de la franquicia en 1999, lo que ha permitido intensificar su crecimiento en España y en los destinos internacionales.
- Sus establecimientos están posicionados en diversas categorías, desde 3 a 5 estrellas.
- En su expansión latinoamericana ha optado por la oferta "all inclusive".
- Su internacionalización, aunque reciente, ha llevado a Riu a muy diversas localizaciones, desde la ya tradicional para la mayoría de las cadenas españolas, como es América Latina, hasta la cuenca mediterránea, Europa Central y África.
- En España, Riu se posiciona como la primera cadena hotelera en Canarias y está presente también en Baleares, Andalucía y Cataluña.

Fuente: elaboración propia.

3.5.5. Iberostar Hoteles (Grupo Iberostar).

3.5.5.1. Orígenes y trayectoria.

Iberostar Hotels & Resorts pertenece al Grupo Iberostar, matriz de un grupo empresarial turístico integrado verticalmente y muy diversificado, que incluye actividades orientadas a la comercialización del producto turístico, en sus vertientes mayorista y minorista, al transporte del turista y a la actividad de alojamiento. El Grupo Iberostar (antes Grupo Viajes Iberia), es propiedad de la familia mallorquina Fluxá, que inició su andadura empresarial en el sector del calzado en 1877, para entrar en los negocios del ocio en 1960. Comenzó en la actividad hotelera con la gestión de algunos hoteles en la Costa del Sol, dentro de la organización de la agencia de viajes Viajes Iberia, primer negocio del grupo turístico. Propiamente como Iberostar Hoteles comienza en Mallorca a principios de la década de los 80. Miguel Fluxá, presidente ejecutivo del grupo, ocupó en 1962 el puesto de director general en Viajes Iberia, empresa que su padre había comprado dos años antes al Banco de Crédito Balear.

El grupo Iberostar lo conforman varias empresas participadas:

- Aerobalear, cuyo capital es 100% del grupo Iberostar.
- Ecuador internacional, también pertenece 100% al grupo.
- Iberbus, también en manos del grupo al 100%.
- Iberotravel, 100% grupo Iberostar.
- Iberworld, cuyas acciones también son totalmente del grupo.
- Mallorcabus, 100% Iberostar.
- Viajes Iberia, en manos también de Iberostar.
- Viajes Iberoservice, participada en un 60% por el grupo Iberostar y en un 40% por NUR Turistik división hotelera.
- Visit US, compañía estadounidense participada en un 100% por el grupo.
- Viva Tours, tour operador español en el que el grupo posee el 15% de las acciones desde su creación.

El grupo Iberostar persigue optimizar las sinergias que generan los diferentes subsectores en los que está presente: Agencias de viaje (Viajes Iberia), mayoristas (Iberojet), cadenas hoteleras (Iberostar), agencias receptivas en España que ofrecen excursiones y tours optativos (Iberoservice) y fuera de nuestro país (Iberworld), asesoría a tour operadores en la contratación de servicios aéreos y aeronaves (Aerobalear). El grupo Iberostar cuenta además con otras pequeñas empresas: Segurplán, una correduría de seguros, o Iberbús, orientada al transporte de viajeros, aparte de una sociedad "holding" en Holanda, Iberusa BV.

Miguel Fluxá, director general de Iberostar Hotels & Resorts, la división hotelera del grupo, apuesta por la calidad y el servicio como la clave de su éxito. Una forma de contribuir a ello es mediante el reciclaje profesional, que en el caso del personal de los hoteles se concreta en una formación continuada. Estos esfuerzos dieron su fruto en 1996 ya que cuatro de sus hoteles figuraron en la selección de los cien mejores establecimientos del mundo que realiza el tour operador alemán TUI, entre los más de 2000 con los que trabaja. Este premio a la calidad fue votado directamente por los clientes del prestigioso tour operador. A finales de la década de 1990, el grupo Iberostar da un giro en su estrategia operativa iniciando un proceso de integración mediante la creación de una nueva imagen corporativa (sólo quedarán al margen del proceso de unificación de cuentas e imagen, la mayorista "Sunflight" situada en Canadá y una sociedad "holding" domiciliada en Holanda), representada por su actual logotipo, una estrella de mar de color amarillo de cinco puntas sobre fondo azul, cada una de las cinco puntas representa una unidad de negocio turístico. Este cambio de imagen gráfica pretende dotar al grupo y a cada una de sus divisiones de una imagen unificada y dinámica, acorde con los planes de crecimiento del grupo. Por este mismo motivo se cambiaron las nomenclaturas de dos de sus divisiones: GVI Incoming Network pasó a denominarse "Iberworld", y Cyrasa Internacional pasa a ser "Iberoservice".

Por el momento, el grupo Iberostar seguirá sin socios externos ya que cuenta con la suficiente autonomía financiera como para estudiar todas las posibilidades entre las que se encuentra la salida a bolsa, opción que en el largo plazo no queda descartada. La estrategia del grupo Iberostar es el crecimiento continuado a través de la firma de una "joint venture" con el grupo alemán Neckermann para la gestión de calidad en España y Portugal. Con este acuerdo se crea una compañía de gestión de complejos vacacionales

en 1997, Hispano Alemana de Management Hotelero, S.A., que aúna el prestigio y el "know how" de Iberostar con el potencial de distribución de Neckermann. Una muestra de la sintonía de grupo Iberostar y Neckermann es la firma de nuevos acuerdos de colaboración con dos hoteles en Túnez y tres en Grecia. Estos hoteles cumplen las especificaciones típicas de Iberostar: son de categoría tres y cuatro estrellas, de reciente construcción y están situados en primera línea de playa. La procedencia de sus clientes habituales suele ser europea.

Otras estrategias del grupo Iberostar son la creación de "Sunflight", el primer tour operador de capital español en Canadá, el cual organiza paquetes turísticos a diversos destinos, especialmente a la zona del Caribe, donde el grupo cuenta con una fuerte presencia hotelera, y la expansión de la división hotelera en el Caribe, zona en la que cuenta con unos índices de ocupación muy elevados. Por razones de funcionalidad y para potenciar la expansión en este área se creó Iberostar Internacional.

Al contrario que otros grupos hoteleros y turísticos, el grupo Iberostar no ha sido muy conocido en España desde sus comienzos. Esto puede ser debido a que el rápido crecimiento del grupo haya relegado este aspecto, aunque es consciente de la importancia de tener una presencia institucional. En este sentido, la creación de su nueva imagen gráfica puede ayudarles a darse a conocer. Iberostar considera la creciente demanda de turismo de interior, por lo que estarán presentes en este área de negocio, pero no de modo especializado. Además de los destinos caribeños, Iberostar está presente en Nueva York, Miami y Orlando; con ello pretende depender menos de las oscilaciones del turismo europeo y compensarlo con la demanda estadounidense. De esta forma, hoy el Grupo Iberostar está presente en 23 países.

Cuadro 3.58.

Evolución histórica de Iberostar	
Año	**Acontecimiento**
1930	Creación de Viajes Iberia.
1960	Lorenzo Fluxá adquiere al Banco de Crédito Balear la compañía Viajes Iberia.
1972	Viajes Iberia comienza a asesorar a los clientes del tour operador alemán Neckermann.
1973	Fundación de Iberojet como tour operador.
1979	Acuerdo con el mayorista alemán Neckermann, mediante el cual Iberoservice representa a la firma germana en todos los destinos españoles para sus servicios receptivos. Iberoservice abre una oficina en Londres.
1983	Se crea Iberostar Hoteles como cadena hotelera del grupo.
1989	Creación de Solplan como segunda marca de Iberojet.
1992	Iberostar abre su primer hotel en el Caribe, por lo que se convierte en la primera experiencia de internacionalización para la división hotelera del grupo. Iberoservice abre en Cuba, México y la República Dominicana.
1995	Iberojet compra Viajes Ecuador en América y refuerza su presencia en América Latina.
1997	Fundación de la empresa de gestión hotelera conjunta entre el tour operador alemán NUR Turistik (Neckermannn) y Viajes Iberia, para unificar la gestión de los hoteles pertenecientes a ambas. La cadena adopta la marca Iberostar, propiedad del grupo Viajes Iberia. Fuera del acuerdo quedan los hoteles de República Dominicana, México y Cuba, adscritos a Iberostar Internacional y dos hoteles en España (en Fuerteventura y en Chiclana), en manos de NUR. Iberostar alcanza un acuerdo con Neckermann para la gestión de sus establecimientos hoteleros en Grecia y Túnez, hasta entonces englobados en Paradise (NUR Turistik).
1998	Se constituye Iberworld, compañía de aviación charter para operar en Europa con tráfico doméstico y transoceánico. El grupo Iberostar entra como accionista fundador en el capital del operador Viva Tours.
1999	El grupo Viajes Iberia cambia su denominación y pasa a ser Grupo Iberostar.
2000	La familia Fluxá compra el 100% de Bouganville Playa Hoteles, S.A. con establecimientos en Tenerife, integrados anteriormente en la extinta cadena Sungarden.
2002	Apertura del complejo "Iberostar Isla Canela", promovido por el grupo inmobiliario Priconsa y gestionado por Iberostar.
2003	Iberostar busca oportunidades en Marruecos, Grecia y Croacia, centrándose en el crecimiento a través de hoteles en gestión

Fuente: elaboración propia con información de la compañía (2002).

3.5.5.2. Presencia internacional.

El Grupo Iberostar se encuentra representado en 23 países, mientras su división hotelera, Iberostar Hotels & Resorts contaba en 2001 con presencia en 8 países, España, Bulgaria, Grecia, Turquía y Túnez, por lo que se refiere a Europa, mientras que en el Caribe está presente en tres destinos, Cuba, México y la República Dominicana. Los establecimientos en el Mediterráneo suman 44 y 13 en el Caribe, ofertando más de 40 mil camas conjuntamente. En 2002 incorporaron tres destinos nuevos, Croacia, Marruecos y Brasil.

Por todo ello, Iberostar es una cadena vacacional reconocida mundialmente por prestigio y calidad, con establecimientos cuya categoría se sitúa entre las tres y las cinco estrellas.

Cuadro 3.59.

Presencia mundial de Iberostar					
País	**Zonas**				
República Dominicana	Santo Domingo	Puerto Plata	Punta Cana (Playa Bávaro)	Boca Chica	Samaná
Argentina	Buenos Aires				
Bulgaria	Costa del Mar Negro				
Brasil	Sao Paulo				
Colombia	Bogotá				
Costa Rica	San José				
Chile	Santiago de Chile				
Cuba	La Habana		Varadero		Cayo Guillermo
Ecuador	Quito				
Egipto	El Cairo				
Francia	París				
Grecia	Creta		Kos		
Guatemala	Guatemala				
Italia	Roma				
México	Cancún	México D.F.	Puerto Vallarta	Playa del Carmen	
Perú	Lima				
Portugal	Lisboa	Oporto	Algarve	Madeira	
Puerto Rico	San Juan				
Túnez	Mahdia		Nabeul		
España	En las ciudades y destinos turísticos más relevantes				
Reino Unido	Londres				
Estados Unidos	Miami		Orlando		Nueva York
Venezuela	Caracas		Isla Margarita		

Fuente: elaboración propia según datos de la compañía.

En el exterior, los hoteles que la cadena gestiona en la cuenca mediterránea proceden en su mayor parte de la cadena Paradise, propiedad de Thomas Cook (Thomas Cook es la denominación comercial del tour operador alemán C&N Touristik), mientras los hoteles situados en el Caribe pertenecen a su accionista mayoritario, la familia Fluxá. La compañía mantiene acuerdos tanto de participación como de alianza estratégica con tour operadores, con compañías aéreas, agencias minoristas y cadenas hoteleras. Son acuerdos de participación. Iberostar como tal, es sólo una marca, propiedad del grupo Iberostar, para comercializar en común todos los hoteles de la cadena controlados por sus dos socios mencionados.

3.5.5.3. Estructura de capital.

El capital de Viajes Iberoservice, S.A., propietaria del 100% de las acciones de Iberostar Hotels & Resorts, pertenece al grupo Iberostar (60%) y a NUR Turistik (grupo Neckermann). Por su parte, como ya ha sido mencionado, el grupo Iberostar es propiedad de la familia Fluxá y NUR Turistik es hoy Thomas Cook.

Cuadro 3.60.

Principales accionistas de Iberostar	
Compañía	**%**
Viajes Iberoservice, S.A.	**60,0**
NUR Turistik	**40,0**

Fuente: elaboración propia con información de la compañía y Verlag Dieter Niedecken GmbH (2002).

Iberostar Hotels & Resorts pertenece a un grupo turístico integrado verticalmente y muy diversificado en el ámbito turístico. El grupo surge en España en 1930 y concentra su actividad turística en los viajes, por lo que la cadena hotelera se incorpora más tarde, ya en los años 80, al negocio turístico del grupo. Al igual que la división de viajes, la cadena hotelera es creada y gestionada por la familia Fluxá, pero ésta ha recurrido en ambas divisiones a la colaboración estratégica del grupo alemán Neckermann (hoy Thomas Cook AG), a través de diversos acuerdos. En lo que a la cadena hotelera se refiere, desde 1997 se crea una *joint venture* de gestión hotelera en la que participa mayoritariamente la familia Fluxá, con el 60% del capital de la nueva compañía, acompañada de Neckermann, con el 40%.

Es evidente, por tanto, que el proceso de toma de decisiones en la compañía de gestión hotelera está muy influenciado por Thomas Cook, y que ambas partes han decidido aprovechar las sinergias existentes para favorecer su expansión mundial y comercializar conjuntamente las operaciones hoteleras. Thomas Cook AG no es un mero socio financiero en Iberostar.

Cuadro 3.61.

Evolución histórica de Thomas Cook AG	
Año	**Acontecimiento**
1997	Deustche Lufthansa AG y KarstadtQuelle AG unen sus respectivas actividades turísticas mediante la creación del tour operador C&N Touristic AG, resultado de la fusión de otros dos tour operadores: NUR Touristic GmbH y Condor Flugdienst GmbH.
1998	El vice-presidente ejecutivo de Lufthansa Stefan Pichler es nombrado presidente de C&N Touristic.
1999	En julio se produce la adquisición del 100% del grupo turístico francés Havas Voyages con una cuota de mercado superior al 20%.
2001	C&N Touristic AG adquiere el tour operador británico Thomas Cook Holdings Ltd. En junio de ese año y con la intención de crear una marca paneuropea se produce el cambio de nombre a Thomas Cook AG.
2002	Creación e inicio de la actividad de la compañía aérea Thomas Cook Belgium.

Fuente: elaboración propia a partir de informaciones de la Compañía.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.5.5.4. Organización empresarial.

3.5.5.4.1. Estrategia de expansión internacional.

La empresa se planteó salir al exterior a finales de los ochenta pero es la década de los noventa la que está marcada por la expansión internacional del grupo Iberostar.

Los motivos de la expansión internacional de Iberostar se centran en un mayor crecimiento de la demanda, la menor rivalidad empresarial y la diversificación de riesgos. En el plano internacional, la cadena tiene representación en México, Túnez, Croacia, Grecia, Bulgaria, Turquía, Marruecos, Cuba, y República Dominicana. De los más de 3 millones de euros que facturó la cadena en el año 2000, el 55% proviene de operaciones fuera del país de origen.

Los hoteles creados en el extranjero no presentan las mismas características que los nacionales ya que, por mencionar algún ejemplo, instalarse en el Caribe supone disponer de mayores superficies y zonas ajardinadas, además de los menores costes de los materiales de construcción y mano de obra, lo cual permite mayor calidad en general de las instalaciones y por tanto, mayor categoría hotelera. Iberostar prefiere instalarse en zonas poco desarrolladas, ya que la existencia en el mismo destino de áreas consolidadas dificulta su entrada, bien por exceso de competencia, deterioro o dificultad de establecimiento.

La cadena Iberostar ha empezado su expansión internacional por diversas razones, entre ellas y por orden de importancia, está la ampliación del mercado y la potenciación de la imagen de marca, aprovechar las economías de escala y ofrecer una mejor atención al cliente.

La evolución que ha seguido el Grupo en su forma de expansión es la inversión propia, que fue la fórmula con la que comenzaron su expansión y aún continúan aplicándola en algunos países, mientras que en la actualidad han crecido considerablemente en gestión o *management* y en arrendamiento.

El contrato de gestión es el modelo de explotación más favorable para conseguir una rápida expansión a juicio de la compañía, por lo que se convierte en la fórmula de referencia actual, aduciendo razones como la autonomía en la toma de decisiones, la imagen de marca, el nivel de riesgo, el control de la calidad del producto, las economías de escala y los costes.

La mano de obra constituye el principal freno a la expansión internacional, según la compañía, por la falta de formación de los potenciales empleados, pero gracias a un intensivo plan de formación interno de la cadena, ello ha llegado a paliarse de tal forma que incluso están enviando personal formado de la República Dominicana a México o Cuba. Empleados de la compañía en España han participado en la puesta en marcha de hoteles en el exterior, sobre todo en México, Cuba y República Dominicana, para ejercer cargos de todos los niveles de responsabilidad.

Es complicado determinar el número de hoteles con los que compite grupo Iberostar por la variedad de ubicaciones en las que se encuentran sus hoteles. En el Caribe dominan las empresas españolas por la experiencia acumulada y por afinidades culturales e idiomáticas con Latinoamérica, aunque se han producido inversiones directas por parte de otros países competidores como Alemania, México, Italia o EE.UU.

3.5.5.4.2. Estructura organizativa.

Iberostar Hotels & Resorts muestra una estructura diversificada por áreas geográficas operativas. Así, se distingue una división mediterránea, mientras que los hoteles americanos se encuentran regidos por la dirección Caribe, cuya sede se encuentra en Higüey, en la República Dominicana.

Según apunta la compañía, las bases de su negocio hotelero son las siguientes:

- Atención personalizada y servicios exclusivos, clave de la filosofía de satisfacción del cliente.
- Diseñar hoteles específicamente orientados al disfrute de vacaciones en familia o grupo.
- Ofrecer ubicaciones privilegiadas, en primera línea de playa en la mayoría de los establecimientos.
- Respeto máximo al entorno medioambiental que rodea cada hotel.
- Instalaciones modernas, con amplios espacios y cuidado exquisito en la decoración.
- Continuo y meticuloso mantenimiento de cada hotel, asegurando los más altos niveles de calidad.
- Oferta gastronómica atractiva.
- Equipos de animación y programas de entretenimiento y deportes.
- Especial atención a las instalaciones para niños.

Los hoteles del grupo Iberostar tienen un posicionamiento básicamente vacacional y están diseñados especialmente para las vacaciones familiares, a las que se les ofrece una gran gama de servicios y la especial dedicación de equipo profesional. El prestigio que Iberostar ha adquirido en todo el mundo es un resultado evidente. Un prestigio que ha incrementado considerablemente la demanda de tour operadores propios y ajenos y ha facilitado la expansión de la cadena Iberostar Hotels & Resorts en mercados emblemáticos, tales como las Islas Canarias o el Caribe.

El producto que ofrecen ha evolucionado de forma constante hacia los gustos del cliente, el respeto medioambiental, las facilidades de animación y deportes y el cuidado personal. Iberostar Hotels & Resorts en su objetivo de que la gestión medioambiental se integre como una parte más dentro de la gestión hotelera, está implantando en sus establecimientos un sistema de calidad total.

El cliente al que se dirige Iberostar suele valorar muy positivamente los establecimientos de la cadena, que presume del hecho de que uno de cada tres clientes vuelve a un hotel del grupo. La oferta Iberostar se dirige básicamente al cliente alemán de poder adquisitivo medio y medio-bajo. La proporción de clientes que reciben los hoteles Iberostar según procedencia es 50% de Alemania, 10% de Suecia y Noruega, 5% de Bélgica, Holanda, Austria y España. Su demanda presenta un comportamiento bastante estacional, concentrada sobre todo en los meses de junio a septiembre. Por este motivo, se pretende dirigir a su vez el producto al segmento de turismo de congresos e incentivos, captando otro tipo de clientes, en este caso clientes corporativos.

Si descomponemos la procedencia de los turistas por áreas geográficas, en los destinos turísticos del Mediterráneo, también son mayoritarios los clientes alemanes, en un 62%, los británicos, con un 12%, ocupan el segundo lugar, seguidos de los españoles con un 11%. En cambio, los clientes de los hoteles Iberostar del Caribe provienen en un 50% de los Estados Unidos, Canadá y Sudamérica. El mercado europeo más importante para Iberostar en cuanto a destinos en el Caribe es Alemania con un 17%, seguido de los españoles con un 8%.

Los clientes nacionales son captados a través de su propio tour operador y a través de sus agencias de viajes minoristas, seguidos por centrales de reservas propias y ajenas y, en menor medida, Internet. En cuanto a la demanda extranjera, el canal de distribución más utilizado es el de las agencias mayoristas, básicamente de su socio estratégico Condor & Neckermann, seguido de centrales de reservas propias y ajenas, Internet y sistema de reservas GDS.

El grupo Iberostar ha anunciado su intención de invertir hasta 3.600 millones de euros en los próximos años para elevar la capacidad hotelera del grupo hasta 60.000 plazas.

En el futuro, Iberostar Hotels & Resorts seguirá apostando por el crecimiento. El ambicioso objetivo de la cadena hotelera española es aumentar la capacidad en un 27% hasta 2005. Su estrategia de expansión pasa por una consolidación en dos importantes áreas turísticas: el Caribe y el Mediterráneo. Las expectativas de futuro impulsan a la compañía a seguir con el crecimiento en México, Cuba, en menor medida en la República Dominicana, y a estudiar nuevos destinos como Estados Unidos y países de Sudamérica en los que aún no tiene presencia. Con diferente estrategia se estudia Egipto, Marruecos, Turquía, Túnez, Bulgaria y Grecia, con el fin de ampliar su presencia en la cuenca mediterránea.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

3.5.5.4.3. Estrategia de expansión en España.

En su estrategia de expansión en España la cadena ha apostado por los territorios eminentemente turísticos, atractivos desde el punto de vista del turismo de sol y playa. Así, su presencia en España se centra en tres Comunidades Autónomas, Baleares, Canarias y Andalucía, por orden de importancia. No es muy diferente su concentración territorial de la que encontramos en otras grandes cadenas españolas competidoras de turismo vacacional, como sería el caso de Riu.

Del total de su negocio, el 30% procede de Baleares, donde nació el negocio turístico de los Fluxá, el 10% de Canarias y el 3% de Andalucía. De estas comunidades, Iberostar se beneficia en primer lugar del tamaño y ratio de crecimiento, la política gubernamental a favor en términos de regulación e incentivos y su proximidad a la costa. Otros beneficios, por orden de importancia, son las dotaciones de infraestructuras en general, el nivel de implantación de la competencia y la oferta turística complementaria.

Sus establecimientos en España son mayoritariamente de cuatro estrellas, aunque también opera en el segmento de tres estrellas.

En la actualidad, la cadena hotelera cuenta con 32 hoteles y 9.721 habitaciones en territorio español, es la quinta operadora en España por número de habitaciones y la

cuarta en Baleares. En Canarias ocupa el sexto puesto en el *ranking* hotelero por habitaciones.

A tenor de las declaraciones de Francisco Alberti, director de expansión de la cadena, no cabe duda que Andalucía se ha convertido en el destino preferente para la misma, una vez agotadas las posibilidades de crecimiento en Baleares y Canarias. En relación con su forma de expansión, combinan la inversión directa y los contratos de gestión o franquicias. Tienen experiencia, por tanto, en la expansión accionarial y contractual. Según el director comercial del Grupo "la propiedad sólo nos interesa en lugares como Caribe y España".

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL D

Cuadro 3.62.

Distribución de hoteles de Iberostar en España		
COMUNIDAD AUTÓNOMA	**NÚMERO DE HOTELES**	**NÚMERO DE HABITACIONES**
Baleares	17	4.960
Canarias	11	3.658
Andalucía	4	1.103

Fuente: Hostelmarket (2003).

Cuadro 3.63.

Distribución de hoteles Iberostar en España por categoría del establecimiento		
CATEGORÍA	**NÚMERO DE HOTELES**	**NÚMERO DE HABITACIONES**
3*	9	2.503
4*	23	7.218

Fuente: Hostelmarket (2003).

3.5.5.5. Principales rasgos.

Cuadro 3.64.

Principales rasgos de Iberostar
- Iberostar es un grupo turístico muy diversificado, que consolida su negocio de viajes antes de emprender su primer proyecto hotelero.
- Cuenta como socio estratégico y financiero con el tour operador alemán C&N Touristik, cuyo nombre comercial es Thomas Cook. Se trata del tercer operador europeo por volumen de negocio.
- Su oferta hotelera se centra en el segmento vacacional, buscando especialmente ubicaciones privilegiadas, con amplios espacios.
- En España concentra sus hoteles en tres Comunidades Autónomas: Baleares, Canarias y Andalucía, siendo la primera la más importante en el negocio español de la compañía.
- Iberostar Hotels & Resorts es la quinta cadena hotelera en España por número de habitaciones ofertadas.
- La categoría de sus hoteles va desde 3 a 5 estrellas. En España son mayoritariamente de cuatro estrellas, aunque cuenta también con establecimientos de tres. Su oferta de cinco estrellas se ubica fuera de España.
- La compañía da sus primeros pasos en la internacionalización en los años 90, en concreto en el Caribe, de forma similar a lo que han hecho sus principales competidores.
- La cadena apuesta por la expansión internacional como estrategia de crecimiento, primando su crecimiento internacional sobre el español. Hoy por hoy, el 55% de la facturación de la cadena procede del exterior.
- Su presencia internacional se centra en Caribe y Cuenca Mediterránea y la consolidación de estos destinos constituye la principal prioridad en su estrategia de expansión, que pretende intensificar hasta 2005.
- Su negocio hotelero ha pasado del predominio de la propiedad a otras formas de gestión más flexibles, que exigen comprometer menos recursos a la compañía y facilitan su expansión.
- A medio y largo plazo, su expansión en España pasa por crecer en Andalucía, una vez agotadas sus posibilidades de crecimiento en Baleares y Canarias.

Fuente: elaboración propia.

3.5.6. Análisis comparativo de las principales multinacionales hoteleras españolas.

Después de realizar un análisis individual de las cinco principales multinacionales hoteleras españolas y a modo de síntesis, se puede plantear una breve reflexión comparativa entre ellas.

De cuatro de ellas se puede decir que tienen una estructura de capital que descansa en el poder de decisión de la familia fundadora. En el caso de Sol Meliá, la familia Escarrer; en el caso de Barceló y Riu, las familias del mismo nombre; en el caso de Iberostar, la familia Fluxá mantiene el control del grupo. Solamente NH Hoteles cuenta con una estructura accionarial alejada del modelo predominante, con un accionariado muy repartido, a pesar del reciente acceso a la condición de accionista de referencia del empresario Amancio Ortega, como consecuencia de los movimientos defensivos llevados a cabo por la compañía ante la OPA hostil de Hesperia.

Sol Meliá y NH Hoteles, como ya ha sido puesto de manifiesto en este trabajo, cotizan en bolsa, mientras que el resto no. Sin embargo, sí mantienen una relación indirecta con los mercados de valores por diversas vías. Barceló es accionista de referencia del tour operador británico First Choice, que cotiza en la Bolsa de Londres, mientras que Riu e Iberostar presentan una estructura de capital en la que la familia fundadora comparte, en diferentes proporciones en cada caso, el accionariado de sus respectivas compañías con tour operadores europeos, TUI en el caso de Riu y Thomas Cook en el de Iberostar. Ambos tour operadores son empresas cotizadas públicamente. Por ello, puede afirmarse que las cinco hoteleras más importantes de España captan, directa o indirectamente, recursos financieros procedentes de los mercados de valores españoles e internacionales.

De las cinco compañías líderes españolas, tres son estrictamente hoteleras, mientras que las dos restantes son grupos diversificados en los que la actividad hotelera no es la única que se desarrolla, pues también tienen intereses en otras ramas del sector turístico. Estas últimas son las empresas que nacieron realizando actividades de viajes, como es el caso de Barceló, que surgió como Autocares Barceló en 1931, e Iberostar, que se desarrolló a partir de Viajes Iberia en 1930, incorporándose a la actividad hotelera posteriormente.

Todas ellas, excepto NH Hoteles, tienen su origen en Baleares, donde dan sus primeros pasos en el negocio turístico para posteriormente expandir su actividad a otros territorios.

En cuanto a su especialización productiva, las más ligadas a tour operadores, con los que han creado empresas conjuntas, Riu e Iberostar, se dedican en exclusiva al segmento vacacional. Las otras tres comparten sus intereses vacacionales con su presencia en la hotelería urbana, que forma parte de una estrategia de crecimiento planteada después de consolidar su posición en el segmento vacacional en el caso de Sol Meliá y Barceló. NH Hoteles, sin embargo, orientada desde su creación a la hotelería urbana, afronta en la actualidad un proceso de diversificación de su actividad que la está llevando a incorporar establecimientos de carácter vacacional vinculados al deporte del golf.

Todas las cadenas, con la excepción de nuevo de NH Hoteles, comparten su interés por el Caribe y América Latina como área de expansión dominante, habiendo logrado una presencia destacada en estas localizaciones geográficas. Sin embargo, NH Hoteles ha desarrollado una estrategia reciente de crecimiento en la zona, si bien, concentrándose en la hotelería urbana, con una alianza estratégica con un fondo inmobiliario estadounidense (Equity International Properties).

La única de las cinco cadenas que tiene una presencia destacada en Estados Unidos es Barceló, territorio en el que concentra buena parte de su actividad urbana y que tiene mayor peso específico en la cartera de Barceló que su país de origen, España.

Un rasgo común a las cinco compañías es que todas ellas están flexibilizando las fórmulas de incorporación de hoteles a sus cadenas, aunque puedan tener estrategias diferentes de crecimiento en función del área geográfica de expansión.

Teniendo en cuenta el número de habitaciones en el exterior, el grupo más internacionalizado sería NH Hoteles, con un 65,5 por ciento de su oferta fuera de España –posición recientemente adquirida a través de sus operaciones de fusión y adquisición en Europa-, seguido muy de cerca por Barceló, con un 65 por ciento. A

continuación se sitúan Iberostar con el 53 por ciento y Sol Meliá con el 52. La única de las cinco cadenas con una mayor presencia en España que en el exterior es Riu, que tiene un 45 por ciento de su oferta en el exterior.

Después de lo expuesto con anterioridad para cada una de las cadenas en sus respectivos análisis individuales, se puede concluir que el proceso de internacionalización ha marcado sensiblemente la evolución de la estructura financiera de estos cinco grupos.

Para profundizar en su grado de internacionalización, Sol Meliá y NH Hoteles, han acudido a la cotización bursátil, mientras que Riu e Iberostar se han apoyado financieramente en sendos tour operadores europeos, con los que han llegado a constituir empresas conjuntas, compartiendo el riesgo de la expansión internacional. Por su parte, Barceló ha recurrido a varias fórmulas diversificando sus fuentes de financiación. Se ha aliado con un importante tour operador británico, First Choice, en cuyo accionariado ha accedido a la posición de socio de referencia, para concentrar sus esfuerzos en la actividad hotelera. Asimismo, para acceder a ciertos mercados y diversificar su negocio hotelero, Barceló ha mantenido su participación en una empresa conjunta con la constructora FCC, constituida inicialmente también con Argentaria, que proporcionó el respaldo financiero adecuado. Por último, desde Barceló se ha declarado en diversas ocasiones la intención de salir a bolsa, como una baza financiera determinante en la capacidad de crecimiento de la compañía, siempre y cuando la coyuntura bursátil favorezca dicho proceso.

Cuadro 3.65.

Esquema comparativo de las principales multinacionales hoteleras españolas

Rasgos	Compañías				
	Sol Meliá	**NH Hoteles**	**Barceló**	**Riu**	**Iberostar**
Año de Fundación	1956 (Hotel Altair)	1978 (NH Hoteles)	1931 (Autocares Barceló)	1953 (Hotel San Franciso)	1930 (Viajes Iberia)
Accionistas a destacar	Familia Escarré Entidades financieras (CAM, Chase Manhattan Bank)	Entidades financieras (Bancaja, Cajamadrid, Lombard Odier) Fondos de inversión (FINANF92, Perpetual, Alazan, Kevlar)	Familia Barceló Tour operador (FirstChoice) Constructora (FCC)	Familia Riu Tour Operador (TUI)	Familia Fluxá Tour Operador (Thomas Cook)
Cotización en bolsa	Sí	Sí	No (prevista en el futuro) (indirectamente: tour operador)	No (indirectamente: tour operador)	No (indirectamente: tour operador)
Proceso toma de decisiones	Familia	Mercado + Amancio Ortega	Familia	Familia + Tour operador	Familia
Pertenece a grupo diversificado	No	No	Sí	No	Sí
Segmento hotelero	Mixto	Urbano	Mixto	Vacacional	Vacacional
Área de expansión dominante	América Latina y Caribe Europa	Europa	América Latina y Caribe Estados Unidos	América Latina y Caribe	América Latina y Caribe

Fuente: elaboración propia.

CONCLUSIONES

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

En la actualidad parece probada la relación entre el grado de desarrollo económico de un país y el de su sistema financiero, si bien subsisten interrogantes respecto a la dirección de la causalidad.

A lo largo del siglo XX ha existido una gran preocupación en la literatura económica por el estudio de la función financiera en el ámbito empresarial. La discusión acerca de la superioridad de determinadas configuraciones de sistemas financieros surge con fuerza, así como las consideraciones sobre propiedad y control de las empresas, cuyo profundo impacto en la eficiencia del sistema financiero parece indiscutible. Todas estas cuestiones han sido sometidas a revisión en los últimos años y constituyen un marco para la investigación especialmente interesante y de plena actualidad.

La evolución reciente de los sistemas financieros y de las economías en los principales países desarrollados puede modificar las relaciones tradicionales entre mercados e intermediarios financieros y las actividades productivas.

Las transformaciones de mercados e intermediarios pueden afectar a la financiación empresarial, generando nuevas pautas de relación. Los mercados financieros están progresivamente globalizados y los capitales se mueven con gran libertad entre países; paulatinamente, ganan protagonismo en la financiación de las grandes empresas, debido especialmente a la diversificación internacional de las carteras de los inversores institucionales y la canalización del ahorro de las familias hacia la inversión bursátil. Por otro lado, en el ámbito de las instituciones financieras, los procesos de concentración nacionales e internacionales se agudizan y se intensifica la competencia internacional. La aparición de otros agentes interesados en ganar cuota en sectores y empresas habitualmente financiados por los intermediarios bancarios, y la aparición de nuevas oportunidades de especialización financiera conforman un panorama de perfil cambiante.

Sin embargo, persisten ciertos factores institucionales que siguen identificando distintas realidades nacionales e, incluso regionales, a pesar de que la mayor competencia entre los principales países desarrollados puede generar mayor uniformidad en la relación entre el sector real y el financiero.

El cambio que se está produciendo en esa relación es la referencia esencial de este trabajo, que pretende estudiar el comportamiento del sector hostelero español a través del análisis de sus principales fuentes de financiación, poniendo énfasis, asimismo, en los aspectos de índole financiera que caracterizan la expansión internacional de las cadenas hoteleras españolas. El diseño de la estructura financiera de las distintas empresas que operan en el sector objeto de estudio se ha visto influenciado por el marco institucional, la atomización que caracteriza al sector, los procesos de liberalización e innovación financiera, la necesidad de adquirir una dimensión internacional en un marco competitivo globalizado o por circunstancias vinculadas a la coyuntura económica.

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

Las fuentes de financiación del sector hostelero español.

Las empresas de sector hostelero español han venido mostrando su preferencia por la autofinanciación pero han recurrido habitualmente a la captación de recursos ajenos en forma de créditos proporcionados por el sistema crediticio a través de sus productos financieros más tradicionales. No obstante, se atisban cambios en esta situación protagonizados fundamentalmente por las grandes empresas internacionalizadas del sector así como por aquéllas conectadas a determinadas innovaciones tecnológicas.

El análisis empírico correspondiente a la financiación intermediada del sector hostelero contenido en nuestro estudio parte de la información disponible desde 1966 hasta 2002 en la Central de Información de Riesgos del Banco de España. Las dificultades para delimitar al sector turístico en las diferentes fuentes estadísticas condicionan la opción escogida a partir de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas, a pesar de haber sufrido modificaciones metodológicas con el tiempo. De hecho, en los primeros años de crecimiento turístico español, quizás por la identificación que durante mucho tiempo se dio entre hostelería y turismo, o bien por la carencia de mecanismos de evaluación suficientes, se utilizaba como resultado de la actividad turística el correspondiente a hostelería de acuerdo con la información obtenida de la Contabilidad Nacional.

Las principales conclusiones obtenidas del análisis de las fuentes de financiación del sector hostelero español son las siguientes:

- En las tendencias registradas a lo largo de más de treinta años estudiados, destacan la importancia cuantitativa de los créditos turísticos procedentes de la banca privada, frente a los concedidos por las cajas de ahorro y el resto de las instituciones financieras. Las cajas de ahorro y el mercado bursátil presentan un perfil evolutivo que sugiere su presencia progresiva en la financiación de las actividades turísticas en los próximos años, tal y como viene sucediendo nítidamente a lo largo de toda la década de los noventa y de los primeros años del nuevo milenio.

BIBLIOTECA VIRTUAL

- La posición del sector hostelero en relación con el conjunto de la financiación otorgada por el sistema crediticio español, representa poco más del 1 por ciento a lo largo de todo el periodo analizado –si bien es cierto que los primeros años del siglo XXI arrojan una cuota más favorable, situándose en el entorno de 1,7 por ciento-, porcentaje muy inferior a la importancia que la actividad hostelera tiene para la economía española.

  Esta escasa atención recibida por el sector turístico por parte de las instituciones financieras es probablemente imputable a su consideración como actividad inestable e insegura, de baja productividad y con dificultades de medición. Además de la aparente falta de interés de las entidades de depósito españolas por el sector hostelero, cabe mencionar el papel desempeñado por los principales tour operadores europeos o por las empresas constructoras, que han venido supliendo con su apoyo financiero al sector la necesidad del mismo de acudir con mayor intensidad al sistema crediticio.

- La financiación procedente de los bancos al sector hostelero, aún registrando oscilaciones, ha mantenido su importancia a lo largo del tiempo frente a otras alternativas crediticias, hasta el punto de representar prácticamente lo mismo en términos porcentuales en 1966 y en 2002. Junto al estancamiento de la cuota de la banca privada se ha producido un avance significativo de las cajas de ahorro como proveedoras de recursos financieros al sector hostelero, superando en más del doble

en 2002 la cuota que correspondía a 1966, produciéndose una clara convergencia entre ambos tipos de entidades en su apoyo a las actividades hosteleras.

Las cajas de ahorro, más estrechamente vinculadas económicamente a ciertos territorios, parece que continúan ganando protagonismo en su apoyo a la actividad hostelera al tiempo que el sector hostelero español avanza en su diversificación, a partir de la aparición de los primeros síntomas de saturación de algunos destinos y la necesidad de materializar cambios en la oferta turística española.

El crédito hostelero ha seguido una senda expansiva en los últimos años, lo que contrasta con el comportamiento del conjunto de los sectores que, a partir de 2001, registran una desaceleración en su ritmo de crecimiento, incluyendo al turístico, especialmente afectado por acontecimientos como los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 y conflictos de carácter geopolítico posteriores, además de los efectos de la propia desaceleración económica mundial.

- Debe destacarse la importancia relativa de la financiación a largo plazo frente al papel comercial y el crédito a corto y medio plazo, si bien la información de la que disponemos presenta modificaciones en la forma en que se materializa su recogida en ciertos momentos, que rompen la homogeneidad de las series utilizadas. No obstante, los últimos años del periodo analizado nos proporcionan un claro dominio de la financiación a largo plazo, que representa más de un 70 por ciento del total y con una tendencia creciente.

- En el análisis de la financiación intermediada por subsectores, el trabajo se circunscribe a un contexto temporal más reciente, puesto que existe información homogénea de carácter subsectorial a partir de 1986. Las cifras confirman la importancia relativa de los créditos hoteleros (acaparan más del 50 por ciento de la financiación intermediada en 2002), que se intensifica en los últimos años, precisamente cuando la coyuntura económica comienza a ser menos favorable y la actividad turística se ve afectada por una mayor conflictividad internacional; esta evolución puede explicarse por las teorías del ciclo inmobiliario en la financiación hotelera. El sector turístico cuenta en la actualidad con varias compañías hoteleras

entre sus empresas líderes, que acaparan la atención de muchos inversores. El sistema crediticio no se mantiene al margen de esa realidad en la que participa como prestamista y también como inversor.

Se comprueba la preferencia de la banca privada por el subsector hotelero, si bien es cierto que registra un retroceso importante respecto al pasado. Las cajas de ahorro, por su parte, continúan incrementando su participación en la financiación hotelera mientras el resto de entidades mantiene una cuota residual. Las cajas de ahorro están sustituyendo en la posición de liderazgo en la financiación de buena parte de los subsectores hosteleros a los bancos, tradicionalmente protagonistas de la actividad crediticia en el conjunto de la hostelería. Solamente en hoteles y comedores colectivos se mantiene el liderazgo tradicional de la banca privada.

El comportamiento crediticio de las cajas de ahorro se ha modificado y de una estructura de financiación equilibrada en el ámbito subsectorial del turismo, se ha pasado en 2002 a un incremento del subsector hotelero acercándose a la distribución subsectorial de la banca privada en hostelería.

- El proceso de liberalización que ha experimentado el sistema financiero español en los últimos años ha alterado la localización espacial de las entidades de depósito y el desarrollo de su actividad. Las cajas de ahorro y también las cooperativas de crédito han ganado terreno en el ámbito minorista en relación con los bancos. Las cajas de ahorro, asimismo, han ampliado sustancialmente su presencia en todo el territorio nacional, aún manteniendo su intensa vinculación regional. En este estudio nos ha interesado especialmente la repercusión de estos procesos de cambio en el contexto regional de la financiación turística. Así, el análisis autonómico ha confirmado en buena medida las tendencias del análisis agregado, aunque no debemos olvidar que el peso económico de las actividades turísticas es muy distinto en las comunidades autónomas españolas.

  En el ámbito autonómico, la información sobre la financiación turística de carácter intermediado cubre un periodo más limitado ya que no se dispone de información recopilada por comunidades autónomas hasta mediados de la década de los ochenta.

El periodo de estudio, por esa razón, se inicia en el año 1986 y termina también en el ejercicio de 2002.

En este periodo se produce una concentración de la financiación de las actividades turísticas en ciertos territorios. Aparecen cuatro comunidades autónomas que acaparan el 55 por ciento de la financiación crediticia que recibe el sector turístico, Baleares, Cataluña, Madrid y Andalucía, aunque dicha cuota conjunta va decreciendo paulatinamente a lo largo del periodo de estudio, lo que iría en correspondencia con un proceso de diversificación territorial de la oferta hostelera.

Sin embargo, la representatividad del crédito turístico es dispar incluso dentro del grupo de cabeza. Para Baleares, el crédito turístico representa una proporción muy superior respecto al crédito total recibido por su economía. Una situación similar en este sentido es la de Canarias, en razón del sesgo turístico de estas economías regionales frente a la mayor diversificación productiva del resto.

A pesar de que en España la oferta turística ha venido concentrándose en el turismo llamado de "sol y playa", los últimos años nos ofrecen un panorama diferente al tradicional. El crecimiento más dinámico del sector viene representado por los destinos de interior y la cornisa cantábrica, representativos de un cierto avance en la diversificación de la oferta, su desestacionalización y la desconcentración geográfica de la actividad, acompañado de un comportamiento más expansivo del crédito hostelero. Conviene señalar asimismo que con la consolidación del estado autonómico en España, los gobiernos regionales han estimulado el desarrollo turístico de los diferentes territorios al ser considerado clave en el crecimiento económico. Por contra, el ritmo expansivo del crédito es menos dinámico en comunidades más maduras turísticamente, lo que puede denotar un agotamiento relativo de las posibilidades de crecimiento de la oferta.

Aparecen comunidades autónomas que registran a partir de la segunda mitad de la década de los noventa y muy especialmente en los últimos años, singulares crecimientos en la financiación turística, entre las que destacan Asturias, Canarias y la Comunidad Valenciana, en las que además el crecimiento del crédito turístico es

muy superior a la expansión general del crédito. Se trata de territorios que no comparten demasiadas similitudes en lo que a importancia y perspectivas del sector turístico se refiere. Sin embargo, se puede vincular dicha expansión al crecimiento reciente de la oferta hostelera, alojativa en particular, registrado en las tres comunidades, en todas ellas representativa de cambios en la configuración dicha oferta. En las dos últimas, destinos turísticos tradicionales en España, especializados en la modalidad vacacional, pueden constituir un indicio de un incipiente problema de oferta que puede generar una caída en los índices de ocupación, consecuencia de la masificación y deterioro progresivo de la misma.

La financiación procedente de los bancos venía destacando a lo largo del periodo objeto de estudio en las comunidades autónomas que recibían más recursos para el sector turístico. En la actualidad, frente a lo acontecido con anterioridad, destaca la progresión de las cajas de ahorro, que arrebatan ya a los bancos la supremacía en el crédito en más de la mitad de las comunidades autónomas, incluso en algunas de las regiones más orientadas hacia la actividad turística como Cataluña, Andalucía y la Comunidad Valenciana, donde es bien cierto que esta tendencia apuntaba desde hace algunos años. La trayectoria de las cajas de ahorro venía siendo especialmente significativa en territorios que han potenciado más tardíamente sus recursos turísticos pero el siglo XXI presenta un cambio de orientación también en la distribución autonómica del crédito de las cajas de ahorros, que se generaliza desde el punto de vista territorial.

- En lo que se refiere al apoyo crediticio por parte del sector público, su papel ha sido de poca relevancia, aún existiendo instrumentos e instituciones especializadas en ello durante cierto tiempo. En particular, en los primeros años del desarrollo turístico español, tuvo influencia en la atención de las necesidades financieras del sector hostelero. A partir de 1965 crece la importancia cuantitativa del crédito público al turismo, gestionado fundamentalmente por el Banco Hipotecario de España, que compartía su función con el Banco de Crédito Industrial y el Banco de Crédito Local. Con la liberalización del sistema financiero español a finales de la década de los setenta y la posterior integración en la Comunidad Europea, se produjeron importantes cambios en la financiación de carácter oficial, instrumentada

de forma diferente a partir de entonces y canalizada principalmente por instituciones supranacionales y autonómicas.

- El trabajo que se presenta pretende destacar el incipiente protagonismo de la financiación directa a través de los mercados financieros en el ámbito turístico español, en particular en la segunda mitad de los noventa. A pesar de ser una realidad generalizable al conjunto de las grandes compañías hoteleras del mundo, la primera española que cotiza en Bolsa es Sol Meliá y dicho acontecimiento se produce en 1996. Se trata de una empresa en la que la familia propietaria no desea perder el control de la compañía y encuentra en la salida a Bolsa la fuente de recursos para hacer frente a su expansión y a la intensificación de un proceso de internacionalización de la empresa, en línea con su estrategia de desarrollo futuro.

  NH Hoteles como compañía especializada en el negocio hotelero accede a la Bolsa española con posterioridad a la incorporación de Sol Meliá. Sin embargo, Cofir, conglomerado con intereses en diferentes sectores productivos al que pertenecía la cadena hotelera, contaba con una mayor tradición bursátil aunque sus negocios se encontraban más diversificados. La necesidad de NH Hoteles de escalar posiciones en cuanto a dimensión y capacidad de competir en los mercados internacionales, al igual que en caso de Sol Meliá, justifica su cotización.

- Los mercados de renta fija, al igual que los de renta variable, han tenido escasa incidencia en la financiación de las empresas turísticas españolas. Son alternativas financieras aptas para empresas de cierto tamaño, fácilmente reconocibles por los potenciales inversores, por lo que un sector fuertemente atomizado como el hotelero español, con predominio de la propiedad familiar habitualmente recelosa ante la exposición a los mercados, no ha tenido la opción de acudir a los mismos en busca de financiación, circunstancia agravada por el escaso desarrollo de dichos mercados en España y en Europa, para permitir el acceso de empresas de las características de las estudiadas. La aparición de nuevo en el escenario financiero de los bonos de alto rendimiento puede constituir una alternativa para algunas empresas del sector hotelero español, como fuente de financiación adecuada para proyectos con riesgo elevado, como los de algunas empresas en plena expansión.

- El apoyo financiero de los tour operadores al sector hostelero español es relevante y de larga tradición. La escasez de fuentes de información no ha permitido cuantificar el fenómeno que tiene lugar desde la década de los sesenta, y su destacada presencia en la actualidad en el accionariado de algunas compañías hoteleras españolas lo prueba. En la misma línea de cooperación y entendimiento entre las hoteleras españolas y los grandes tour operadores internacionales y nacionales, asistimos a la formación de alianzas, así como a la constitución de empresas conjuntas.

- También ha impulsado la actividad hotelera española la vocación patrimonialista de muchas inmobiliarias, para las que el sector hotelero se ha convertido en inversión atractiva que contribuye a alcanzar el tamaño suficiente para competir en un marco de carácter global. Las más implicadas en la actividad hotelera están participadas de forma significativa por instituciones de crédito. Bien es cierto que muchos empresarios han actuado a título individual en idéntico sentido, lo que a juicio de algunos analistas ha generado un exceso de oferta de difícil absorción por la demanda de servicios turísticos en algunas áreas, fundamentalmente en grandes ciudades.

- De cara al futuro desarrollo del sector parece indudable que se verá afectado -ya lo está siendo de forma incipiente en el caso de algunas hoteleras internacionalizadas- por alternativas financieras que vienen siendo experimentadas con éxito en otros países, como el capital riesgo u otros canales de inversión especializados.

La financiación de las multinacionales hoteleras españolas.

España ha venido ganando importancia como destino turístico internacional, tanto por los ingresos generados como por la entrada de visitantes, convirtiendo al sector turístico en uno de los más dinámicos e innovadores de nuestro tejido empresarial, motor fundamental de la economía española. Del conjunto de actividades que componen el sector turístico, España como país receptor neto se ha especializado en la gestión y desarrollo de la oferta de alojamiento, así como en la potenciación de toda una serie de actividades vinculadas a la misma.

El sector turístico español ha sabido aprovechar los conocimientos y la experiencia acumulada en España para proceder a extender a otros países sus inversiones y actividades. El crecimiento en el exterior ha sido importante, en particular en el decenio de los noventa y los primeros años del siglo XXI, configurando un panorama de creciente internacionalización de la actividad turística española, siendo las cadenas hoteleras las principales impulsoras del fenómeno y confiriendo al sector hotelero un papel estratégico entre los objetivos de la política económica nacional. Sin embargo, dicha posición competitiva no debería darse por consolidada en un escenario mundial globalizado y dinámico, en el que las empresas de menor dimensión se encuentran aparentemente en una situación de desventaja frente a los grandes grupos empresariales. Así, los apoyos que reciba el sector se convierten en esenciales, tanto más si se trata de fuentes de financiación que permitan un diseño racional de las estrategias de expansión.

Las compañías hoteleras españolas parecen resistir mejor que antaño las dificultades por las que puede atravesar el sector. La complicada coyuntura de los primeros años noventa afectó notablemente a empresarios e inversores hoteleros, sobre todo a los independientes, conduciendo a muchos a buscar afiliación en cadenas hoteleras con mejor posicionamiento y mayor capacidad de gestión, más preparadas para enfrentarse a cambios en el ciclo económico. Las circunstancias adversas actuales han tenido un importante impacto negativo en el sector turístico mundial y, sin embargo, no se han dejado sentir con la misma intensidad en el español, aún presentando síntomas de desaceleración en su ritmo expansivo.

En síntesis, la década de los ochenta representa el inicio de un proceso de internacionalización de la actividad hotelera que se intensifica en el decenio siguiente, especialmente en su segunda mitad, al calor del crecimiento económico registrado y con las lecciones de la crisis de la primera mitad de los noventa bien aprendidas y la necesidad de diversificar riesgos cubriendo más mercados.

En esta Memoria se concede suma importancia al análisis del comportamiento financiero de las multinacionales hoteleras españolas. En general se dispone de poca información acerca de estas empresas y obtenerla ha requerido un notable esfuerzo de búsqueda y sistematización; ha sido necesario en muchos casos recurrir a las propias empresas protagonistas y esta combinación de fuentes de información de carácter primario y secundario ha permitido ampliar la base empírica.

El énfasis en los aspectos empresariales, se corresponde con la progresiva profesionalización, concentración e internacionalización del sector. El análisis centra su atención en el estudio aplicado de las 42 cadenas hoteleras españolas con presencia internacional a 31 de diciembre de 2001, con objeto de examinar sus principales rasgos como colectivo ciertamente diferenciado del resto de las empresas dedicadas a la misma actividad. El proceso de internacionalización en el que se encuentran inmersas exige un replanteamiento de sus estrategias financieras que alterará o ya ha modificado sus fuentes de financiación tradicionales. La modalidad de expansión elegida en dicho proceso incide en su ritmo y volumen de recursos necesarios para acometerla. Las estrategias seguidas por los principales grupos hoteleros internacionales competidores afectan, sin duda, a las pautas de comportamiento de las multinacionales hoteleras españolas que, sin embargo, no actúan siempre como seguidoras de las líderes.

El mercado de valores expone a las hoteleras a la necesidad de rendir cuentas ante sus inversores pero, como corroboraba la experiencia de las más internacionalizadas del mundo, permitía acelerar el ritmo de expansión y mejorar la competitividad. Ello puede forzar la decisión de salir al mercado, aún en el caso de aquéllas en las que predomina la estructura de la propiedad de carácter familiar, impulsando asimismo la adopción de fórmulas de expansión más flexibles, tal y como había sucedido en los decenios setenta y ochenta en Estados Unidos, patria de las principales hoteleras.

Sin embargo, el panorama en Europa no es coincidente con el de Estados Unidos ya que el sector hotelero está mucho más fragmentado, afectado por realidades nacionales diversas y con empresas tendentes a buscar recursos dentro del ámbito empresarial. Los mercados financieros europeos se encuentran menos desarrollados que los americanos y las empresas hoteleras en Europa cuentan con menor implicación de agentes financieros, por lo que la creciente integración económica y la intensificación de la competencia a escala global fuerzan cambios de verdadero calado que en estos momentos se presentan de forma aún incipiente.

El proceso de desintermediación financiera está forzando a las instituciones a plantear cambios en su *modus operandi*, impulsándolas a acceder a posiciones de mayor riesgo para mejorar sus resultados, por lo que podemos llegar a observar alianzas tiempo atrás impensables entre éstas y las empresas hosteleras, sobre todo con aquéllas con capacidad de gestión contrastada.

Los avances tecnológicos actúan como reclamo de nuevos inversores más familiarizados con el riesgo, y la participación accionarial del capital riesgo, así como las emisiones de renta fija con alta rentabilidad pueden ser fórmulas que contribuyan al aumento y diversificación de la financiación de las empresas hoteleras.

La hotelería española, que comparte buena parte de los rasgos apuntados para el sector en Europa, cuenta con mayor tradición y experiencia en alianzas transnacionales, especialmente con tour operadores, al abrigo de los cuales se ha desarrollado buena parte del tejido empresarial español, por lo que la expansión internacional cuenta con el respaldo financiero de estos intermediarios turísticos.

Se avanza, así, hacia una consolidación progresiva del sector hotelero, caracterizada por movimientos hacia un mercado de competencia oligopolista en el que las acciones de los líderes influyen decisivamente en el conjunto de las empresas.

Las principales conclusiones del estudio de la financiación de las multinacionales hoteleras españolas son las siguientes:

- La reciente incorporación de instituciones financieras al accionariado de las cadenas internacionales es sintomático de la necesidad de compartir proyecto y riesgo con un socio financiero, ya sea en el ámbito de las instituciones de crédito más arraigadas en España, ya sea a través de socios financieros de otra índole como las entidades de capital riesgo, quizás más orientadas al apoyo a las empresas jóvenes y menos asentadas. También para preparar en mejores condiciones la salida a Bolsa.

- La propiedad de los hoteles vuelve a ser en la actualidad un objeto de inversión mejor valorado que hace un lustro, por lo que se vislumbran cambios en la estructura de la propiedad de los mismos, en una etapa de baja inflación, reducidos tipos de interés y rentabilidades a la baja en los mercados de valores, y con una elevada proliferación de capitales disponibles a través de las instituciones de inversión colectiva en busca de oportunidades de negocio. La flexibilización de las fórmulas de expansión permite aligerar el patrimonio inmobiliario de las hoteleras y las induce a la búsqueda de nuevos socios.

- El interés del sector inmobiliario por la hotelería urbana, atraído por la rentabilidad de la inversión en inmuebles en grandes ciudades, propicia la participación de empresas de este sector en la actividad hotelera y así se manifiesta en algunas cadenas españolas internacionalizadas.

- El esfuerzo por posicionar las marcas es compatible con la disminución del patrimonio inmobiliario de las compañías con marcas reconocidas y permite a los pequeños propietarios asociarse a las principales compañías. En general, son las empresas de menor dimensión las que van a sufrir en peores condiciones los envites de la competencia. Pueden especializarse en algunos nichos de mercado o pueden acceder a participar de la expansión de las marcas de prestigio.

- La proliferación de operaciones de fusión y adquisición también persigue sinergias financieras y el incremento de tamaño puede facilitar el acceso a capitales con

menor coste, incrementando la capacidad de endeudamiento. El recurso al mismo se ve impulsado por la situación de los tipos de interés nominales y reales en mínimos históricos.

Este trabajo plantea un análisis de la toma de decisiones de endeudamiento para hacer frente a los procesos de expansión impuestos por la necesidad de competir en un entorno global, probando que las empresas españolas internacionalizadas presentan una cierta preferencia jerárquica a la hora de acudir al endeudamiento, en línea con el cumplimiento de la teoría de la jerarquía financiera, sin dejar de lado la idea de alcanzar su estructura óptima de capital.

BIBLIOTECA VIRTUAL

- Se deja constancia en esta Memoria que buena parte de las grandes cadenas hoteleras españolas han considerado la decisión de sacar a Bolsa parte de su capital social, pero lo cierto es que las adversas circunstancias por las que atraviesan los mercados bursátiles mundiales en la actualidad, no hacen de dicha decisión la más aconsejable en este momento. Sin embargo, la financiación a través de mercados bursátiles está presente, aunque de forma más bien indirecta, en las estructuras financieras de algunas empresas hoteleras españolas, como queda puesto de manifiesto en este estudio.

- Los procesos de internacionalización de la actividad turística y financiera, así como los movimientos en el campo de la innovación financiera y tecnológica, han proporcionado una gama más amplia de fuentes de financiación a disposición del sector turístico.

  A la luz de los numerosos ejemplos citados en el presente trabajo, parece ganar importancia la influencia de los mercados y las instituciones financieras internacionales en el apoyo al sector turístico español, con particular incidencia en la actividad hotelera. El escaso interés que intermediarios y mercados españoles han mostrado por la actividad turística contrasta con lo atractivo que ha resultado para algunos operadores turísticos internacionales, participados muchos de ellos por diversas instituciones financieras, otros cotizando públicamente en mercados de

valores, o ambas circunstancias de forma simultánea, que han venido aportando recursos financieros al sector hotelero español.

- La Memoria concluye con un análisis comparativo de las cinco principales multinacionales hoteleras españolas desde la óptica financiera, valorando la incidencia de las diferentes fuentes de financiación en la expansión de las mismas.

  Mientras Sol Meliá y NH Hoteles, a pesar de contar con una estructura de capital muy diferente entre sí, han recurrido a los mercados de valores como fuente financiera fundamental en su expansión internacional, Riu e Iberostar han constituido *joint ventures* con tour operadores europeos y Barceló ha combinado diversas fórmulas, como la alianza estratégica con un tour operador del que Barceló se ha convertido en accionista de referencia (First Choice), una *joint venture* con una constructora (FCC) y la intención declarada de salir a bolsa en cuanto la coyuntura de los mercados lo permita. El proceso de internacionalización marca un antes y un después en la estructura financiera de estas cinco compañías.

Figura 4.1.

Síntesis de la Memoria de Tesis.
Resultados y Líneas de Investigación Futuras

Hipótesis

A partir del análisis de las fuentes de financiación del sector hostelero español, se observa un comportamiento diferencial en las multinacionales hoteleras españolas.

Las empresas hoteleras españolas con actividad internacional han debido afrontar un proceso de diversificación financiera que ha afectado a su estructura de capital e incidido en la propiedad del capital financiero.

Las compañías españolas, como consecuencia de la propia naturaleza de su proceso internacionalizador, se enfrentan a un marco competitivo cada vez más globalizado, planteando una problemática financiera específica para las empresas de menor dimensión.

Diferentes modalidades de expansión exigen fórmulas diferenciadas de apoyo financiero.

Subhipótesis

La internacionalización de las empresas hoteleras españolas conlleva los siguientes hitos en su financiación:

- Se ha alterado la relación financiera que tradicionalmente había mantenido el sistema crediticio con el sector hostelero.
- Los mercados de valores cobran protagonismo como fuente de financiación del sector hostelero.
- Surgen nuevas modalidades de apoyos financieros procedentes de otros sectores productivos.
- La innovación llega al sector hostelero a través de nuevos cauces especializados o fuentes financieras tradicionales, hasta ahora alejadas del sector.

Resultados generales

- Las entidades de crédito han entrado en el capital de las empresas internacionalizadas.
- Las multinacionales del sector acceden a los mercados de valores (directa o indirectamente).
- Destacada presencia de agentes no financieros en la estructura de capital de las empresas españolas internacionalizadas, formación de alianzas y constitución de empresas conjuntas.
- El sector hotelero español con actividad internacional se ve afectado de forma incipiente por alternativas financieras que vienen siendo experimentadas con éxito en otros países.

Líneas Futuras de Investigación

- Ampliación del estudio a otras actividades turísticas, con objeto de valorar la incidencia en ellas de las diferentes fuentes de financiación.
- Profundizar en el estudio de la financiación del sector hostelero desde una visión autonómica e internacional.
- Estudio del comportamiento financiero diferencial entre las multinacionales hoteleras españolas y las empresas del sector que no han accedido a los mercados internacionales.
- Análisis econométrico que recoja la evolución de la financiación de las empresas hoteleras.

Fuente: elaboración propia.

Reflexiones finales.

Quiero dejar constancia que esta Memoria constituye un paso más en un proyecto, a largo plazo, de profundizar en un sector clave para la economía española y el empleo. El enfoque que pretendo seguir presta espacial atención a la situación de las empresas del sector por entender que el seguimiento de su situación económica financiera y las vicisitudes de la gestión empresarial, es una atalaya que permite complementar e interpretar mejor la información estadística oficial de carácter más agregado.

El énfasis en el análisis de las empresas no atiende solamente a la especificidad del sector; responde, sobre todo, a mi convicción de que los estudios de Empresariales, y los más específicos de Turismo, deben conectar todo lo posible con la realidad de las empresas que operan en el sector. Los profesionales que formamos desarrollan su actividad en las empresas y el conocimiento del medio empresarial enriquecerá y ayudará a aprovechar los conocimientos más teóricos y generales.

Esta Memoria tiene pretensiones muy modestas. Presentar la información pública disponible sobre un sector tan relevante, complementándola con fuentes primarias de difícil acceso y laboriosa preparación, contribuye al conocimiento del sector y en esa dirección he canalizado el esfuerzo que he realizado, y pienso seguir haciendo en el futuro.

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

ACCOR (2003): *Annual Report 2002*, Accor, www.accor.com.

ACTUALIDAD ECONÓMICA (2001): "Informe hoteles de ciudad", nº 2241, 4-10 junio.

AHARONI, Y. (1966): *The foreign decision process*, Harvard University Press, Boston, version en castellano (1976), *Inversiones en el extranjero*, Editorial Labor, Barcelona.

AHARONI, Y. y NACHUM, L. (2000): *Globalization of services, some implications for theory and practice*, Routledge, Londres.

AIRTOURS: www.airtours.com

ALCALDE, N.; ESPITIA, M. y VALLÉS, J. (2003): "El mercado para el control de empresas en España. Identificación de las empresas objetivo de OPA", *Estudios sobre la economía española,* FEDEA, nº 159, mayo, Madrid.

ALLEN, F. (1993): "Strategic management and financial markets", *Strategic Management Journal,* Special Issue, pp. 11-22.

ANDERSON, E. y GATIGNON, (1986): "Modes of Foreign Entry: A Transaction Cost Analysis and Propositions", *Journal of International Business Studies,* vol. 17, nº 3, pp. 1-26.

ARANDA, A.W. (1998): *Dirección financiera en las empresas turísticas. Inversión y financiación*, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid.

ARGANDOÑA, A.; GÁMEZ, C. y MOCHÓN, F. (1996): *Macroeconomía Avanzada I. Modelos dinámicos y teoría de la política económica*, McGraw-Hill, Madrid.

ARGENTARIA BOLSA (1999): *Renta variable España. Sector Hotelero*, Argentaria Banca de Inversiones, marzo 1999, Madrid.

ARROYO, A.M. y PRAT, M. (1996): *Dirección Financiera*, Ediciones Deusto, Bilbao.

ASCRI (2003): *Informe ASCRI 2003*.

- www.ascri.org

ASOCIACIÓN DE CADENAS HOTELERAS ESPAÑOLAS (ACHE) (2000): *Informe 1999*.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE EXPERTOS CIENTÍFICOS EN TURISMO (AECIT) (1997 a 2003): *La actividad turística española*, AECIT, Madrid.

AZOFRA, V. y DE MIGUEL, A. (1990): "Nuevos enfoques en la teoría de la estructura de capital (hacia una integración de las finanzas y la microeconomía)", *Revista de Economía y Empresa*, vol. X, nº 27-28, pp. 187-198.

AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A.I. (1999): "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades", *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, pp. 122-144.

BANCO DE ESPAÑA (1999 a 2001): *Resultados Anuales de las empresas no financieras*, Central de Balances, CD-Rom, Madrid.
- (1966 a 2002): Información sobre créditos turísticos, Central de Información de Riesgos del Banco de España, No publicado.
- www.bde.es

BANCO DEL COMERCIO (2000): Información sobre estructura del sistema crediticio, No publicado.

BANCO ESPIRITO SANTO (2003a): *Sol Meliá*, julio.
- (2003b): *NH Hoteles*, julio.

BANCO URQUIJO. Servicio de Estudios (1972): "Las fuentes de financiación de la empresa en España", *Moneda y Crédito*, Madrid.

BARCELÓ: www.barcelo.com

BARQUERO, J.D. y HUERTAS, F.J. (Coordinadores) (1997; 1998): *Manual de banca, finanzas y seguros*, 2ª edición, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.

BAYÓN, F. (Director) (1999): *50 años del turismo español. Un análisis histórico y estructural*, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid.

BBVA (2002): "Financiación de hoteles con contratos de gestión", *Primer Seminario sobre Gestión Hotelera*, Clifford Chance y Jones Lang Lasalle Hotels, octubre, Madrid.

BEATTIE, R. (1991): "Hospitality internationalization: an empirical investigation", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, vol. 3, nº 4, pp. 14-20.

BECINVEGA, V. y SMITH, B. (1991): "Financial Intermediation and endogenous growth", *The review of Economic Studies*, nº 58 (abril 1991).

BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1933): *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, Nueva York.

BERNSTEIN, L.A. (1991): *Análisis de Estados Financieros*, Ediciones Deusto, Bilbao.
- (1996): *Análisis de Estados Financieros. Teoría, aplicación e interpretación*, Editorial Irwin, Madrid.

BIGER, N. (1991): "Modigliani and Miller capital structure theory: some clarifying comments", *Journal for Studies in Economics and Econometrics*, vol 15, nº 3, pp. 81-91.

BLOMSTROM, M.; LIPSEY, R. y ZEJAN, M. (1993): "Is fixed investment the key to economic growth?", *National Bureau of Economic Research (NBER)*, Working Paper nº 4436, agosto.

BOCK, P. y FORSTER, B. (2003): *European hotel transactions 2002,* HVS International.

BOLSA DE MADRID (1997 a 2003): *Informe de Mercado*, Bolsa de Madrid. Madrid.
- (1993 a 2003): Información sobre empresas cotizadas, NH hoteles, No publicado.
- (1996 a 2003): Información sobre empresas cotizadas, Sol Meliá, No publicado.
- (1998): Información sobre empresas cotizadas, Meliá Inversiones Americanas, No publicado.
- (1999 a 2003): Información sobre empresas cotizadas, Amadeus, No publicado.
www.bolsamadrid.es

BONNIN, C. (1996): "L'Hôtellerie n'est pas un secteur à haut risque", *Espaces, Revue Technique du Tourisme et des Loisirs*, Editions Touristiques Europeennes, nº 139, pp. 33-37.

BORENSZTEIN, E.; DE GREGORIO, J. y LEE, J.W., (1995): "How does foreign investment affect growth?", *National Bureau of Economic Research (NBER)*, Working Paper nº 5057.

BOTE, VALENTÍN (1985): *La financiación del sector turístico en España: 1966-1981*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense, Madrid.
- (1996): "Financiación interna del turismo: financiación autonómica", *Revista de Estudios Turísticos*, nº 131, Madrid.
- (2003): *La financiación intermediada del sector turístico español*, No publicado.

BOTE, VALENTÍN; FERNÁNDEZ DÍAZ, A.; MARTÍN PLIEGO, J.; PAREJO, J.A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (1986): *La financiación interior del turismo en España*, Gestión y Estudios Económicos para la Secretaría General de Turismo, Madrid.

BOTE, VENANCIO (1986): *Planificación económica del turismo: de una estrategia masiva a una estrategia artesanal*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense, Madrid.

BOX, G. y JENKINS, G. (1976):. *Time Series Analysis: Forecasting and Control*. Holden-Day Inc., San Francisco.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

BREALEY, R.A. y MYERS, S.C. (1998): *Fundamentos de Financiación Empresarial*, 5ª Edición, McGraw-Hill, Madrid.

BRIERLEY, P. (2001): "The financing of technology-based small firms: A review of the literature", *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 41, nº 1, primavera, pp. 64-83.

BRITO, E. (2002): "El reflejo de una nueva realidad: un análisis retrospectivo de la evolución de la nueva gama de índices de la Bolsa de Madrid", *Bolsa de Madrid*, nº 105, enero, pp. 10-20.

BUCKLEY, P.J. y CASSON, M.C. (1976): *The future of the multinational enterprise*, Macmillan, Londres.
- (1996): "An Economic Model of International Joint Venture Strategy" *Journal of International Business Studies,* Special Issue.

BUHALIS, D. (2002): *eTourism: information technology for strategic tourism management*, Pearson, Financial Times/Prentice Hall, Londres.

BULL, A.O. (1994): *La economía del sector turístico*, Alianza Editorial, Madrid.

BUREAU VAN DIJIK ELECTRONIC PUBLISHING e INFORMA (2003): *SABI*, CD-Rom, Madrid.

BYWATER, M. (1998): "Who owns whom in the European travel industry?" *EIU Travel and Tourism Analyst*, nº 3, pp. 41-59.

CABRER, B.; SANCHO, A. y SERRANO, G. (2001): *Microeconometría y decisión,* Ediciones Pirámide, Madrid.

CALS, J. (1974): *Turismo y política turística en España. Una aproximación*, Ariel, Madrid.

CALVO, A.; RODRÍGUEZ SÁIZ, L.; PAREJO, J.A. y CUERVO, A. (1987; 2002): *Manual del Sistema Financiero Español*, 15ª Edición, Ariel Economía, Madrid.

CALVO, A. y GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D. (Coord.) (1998): *El riesgo financiero de la empresa*, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), AECA, Madrid.

CAMPA, J.M. y GUILLÉN, M. (1996a): "Evolución y determinantes de la inversión directa en el país extranjero por las empresas españolas", *Papeles de Economía Española*, nº 66, pp. 235-247.
- (1996b): "Spain: a boom from economic integration", en DUNNING, J.H. y NARHULA, R. (editores), *Foreign Direct Investment and Governmenst: Catalists for Economic Restructuring,* Routledge, Londres.

CAMPESINO, A.J.; SÁNCHEZ RIVERO, M. y REFINGO, J.I.. (2002): "Extremadura", *La actividad turística española en 2001*, AECIT, pp. 329-338.

CANALS, J. (1996): *Bancos universales y diversificación empresarial*, Alianza Economía, Madrid.

CARBÓ, S.; RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. y LÓPEZ DEL PASO, R. (2000a): "Un balance de los mercados bancarios regionales en la década de los noventa", *Cuadernos de Información Económica*, nº 155, marzo/abril, pp. 125-140.
- (2000b): "La competencia en el sector bancario español. Una aproximación regional", *Papeles de Economía Española*, nº 84-85, pp. 268-280.

CARDONE, C. y CAZORLA, L. (1999): "La Banca Española en Latinoamérica: Procesos y Estrategias de entrada", IX Congreso Nacional Asociación Científica de Economía y Dirección de Empresa, Empresa y mercado: Nuevas tendencias, Burgos, septiembre 1999.

CARMONA, F.J. (2002): *La competitividad de la PYME industrial manufacturera española ante la UEM: planteamiento general y análisis específico de los factores financieros,* Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid.

CASES, P. (2003): "Razones para confiar en Sol Meliá", Bolsa de Madrid, nº 121, junio, pp. 26-29.

CASILDA, R. (1997): *La banca española. Análisis y evolución*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- (2001): *Una década de inversiones españolas en Iberoamérica 1990-2000*, No publicado.

CASSON, M. (1985): "Transaction costs and the theory of the multinational enterprise", en BUCKLEY, P.J. y CASSON, M. (editores), *The Economic Theory of the Multinational Enterprise,* St. Martin's, Nueva York, pp. 20-38.

CAVES, R.E. (1971): "International corporations: the industrial economics of foreign investment", *Economica*, febrero, pp. 1-27.
- (1974): "International trade, international investment and imperfect markets", *Special Papers in International Economics,* nº 10, noviembre, Princeton.
- (1989): "Mergers, takeovers, and economic efficiency: Foresight versus hindsight", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 7, nº 1, pp. 151-174.

CESGAR (1995): *El sistema español de garantías recíprocas*, CESGAR, Madrid.
- (2003): *Informe CESGAR 2002,* CESGAR, Madrid.
- www.cesgar.es

CÉSPEDES, J. (1996): *Grupos estratégicos y sistema bancario español*, Monografías, Ciencias Económicas y Jurídicas, nº 7, Universidad de Almería, Servicio de Publicaciones, Almería.

CHEKITAN, D.S., KLEIN, S. (1993): "Strategic Alliances in the Hotel Industry", *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 34, nº 1, pp. 42-45.

CHENERY, H. y BRUNO, M. (1962): "Development alternatives in an open economy: the case of Israel", *The Economic Journal,* vol. 77, pp. 79-103.

CHENERY, H. y STROUT, A. (1966): "Foreign Assistance and Economic Development", *American Economic Review,* vol. 56, septiembre, pp. 679-733.

CINCO DÍAS (1998): "El lanzamiento de la empresa familiar al mercado de valores", *El desarrollo de la empresa familiar*, nº 3, Biblioteca Cinco Días, Madrid.

CNMV (1992 a 2003): Hechos relevantes y otras comunicaciones realizados por Cofir (Antigua) y NH Hoteles.
- (1996 a 2003): *Informe Anual*.
- (1996 a 2003): Hechos relevantes y otras comunicaciones realizados por Sol Meliá.
- (1998): Hechos relevantes y otras comunicaciones realizados por MIA (Meliá Inversiones Americanas).
- (1998): *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Informe Olivencia).
- (1999 a 2000): Hechos relevantes y otras comunicaciones realizados por Amadeus.
www.cnmv.es

COASE, R.H. (1937): "The Nature of the Firm", *Economica,* vol. 4, noviembre, pp. 386-405.

COE, D. y HELPMAN, E. (1995): "International R&D Spillovers", *European Economic Review,* nº 39, pp. 859-887.

COFFEE, J.C. (1999): "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review,* nº 93, pp. 641-708.
- (2000): "Convergence and its critics: What are the preconditions to the separation of ownership and control?", *Columbia Law and Economics,* Working Paper, nº 179.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1997): *La UEM y el euro: cómo la empresa puede afrontar la transición,* Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Luxemburgo.

- (2003): *Estructura, funcionamiento y competitividad del turismo europeo y de sus empresas*, Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, Luxemburgo.

CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE ORGANIZACIONES EMPRESARIALES (CEOE) (2001): "Informe sobre el sector del turismo en España, 26 de septiembre de 2001", Madrid.
- (2003): "Cumbre del Turismo 10 de diciembre de 2002" *Informes y estudios de CEOE*, nº 92, Madrid.

CONSEIL NATIONAL DU TOURISME (1999): *Le financement du tourisme et de l'hôtellerie en période de mutation*, La documentation Française.

CONTRACTOR, F.J. y KUNDU, S.K. (1998a): "Modal choice in a world of alliances: analyzing organizational forms in international hotel sector", *Journal of International Business Studies*, vol. 29, nº 2, pp. 325-357.
- (1998b): "Franchising versus company-run operations: modal choice in the global hotel sector", *Journal of International Marketing*, vol.6, nº 2, pp. 28-53.
- (2000): "Globalization of hotel services. An examination of ownership and alliance patterns in a maturing service sector", AHARONI, I.L. y NACHUM, L., *Globalization of services, some implications for theory and practice*, Routledge, Londres.

COSTA, M.T. (2001): "El factor empresarial", en GARCÍA DELGADO, J.L. (director), *Lecciones de economía españo*la, 5ª edición, Civitas, Madrid, pp. 149-169.

COVIELLO, N. y MARTÍN, K. (1999): "Internationalization of service SMEs: an integrated perspective from the engineering consulting sector", *Journal of International Marketing,* vol. 7, nº 4, pp. 42-66.

CUADRADO, J.R. (1999): "Sector servicios: una visión de conjunto", en GARCÍA DELGADO, J.L. (director), *España, economía: ante el siglo XXI*, Espasa Calpe, pp. 151-174.

CUADRADO, J.R. y DEL RÍO, C. (1993): *Los servicios en España*, Ediciones Pirámide, Madrid.

CUERVO, A. (1999): "Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos y factores no explícitos como determinantes del éxito", *Economistas*, nº 82, diciembre, pp. 20-31.

CULLEN, P. (1997): *Economics for hospitality management*, International Thomson Business Press, Londres.

DAVIS, E.P. (2001): "Multiple avenues of intermediation, corporate finance and financial stability", *International Monetary Fund,* Working Paper, nº 115.

DE LA DEHESA, G. (2000): *Comprender la globalización*, Alianza editorial, Madrid.

DE MELLO, L.R. (1997): "Foreign direct investment in developing countries and growth, a selected survey", *Journal of Development Economics,* vol. 34, nº 1, octubre, pp. 1-34.

DE MIGUEL, M.M.; MORA, A. y PABLO, F. (1997): "La necesidad de un cambio en el apoyo público a las pymes", Ponencia presentada en la XI Congreso ASEPELT, julio, Bilbao.

DE NEDERLANDSCHE BANK (1999): "The significance of the European capital market for corporate financing", *Quarterly Bulletin,* diciembre, pp. 31-39.

DE VERA, F.L. (2000): *Guía para el mercado de valores en España. Mercados, valores y regulación*, Colección Economía, Civitas, Madrid.

DEL VALLE, E. y SUÁREZ SERRANO, E. (2002): "La integración vertical como estrategia de crecimiento en la empresa turística", *VI Congreso AECIT, I Simposium Internacional de Turismo*, *AECIT*, pp. 235-245.

DEWING, A.S. (1914): *Corporate Promotions and Reorganizations,* Havard University Press, Cambridge, Massachusetts.

DIAMOND, D. (1984): "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies,* nº 51, pp. 393-414.

DIEBOLD, F.X. (2001): *Elements of forecasting,* 2ª edición, South-Western, Thomson Learning.

DONGES, J. (1976): *La industrialización en España,* Oikos-Tau, Barcelona

DRESDNER KLEINWORT BENSON RESEARCH (1999): "Sol Meliá, not so new...but still worth a look", *Spain, Leisure & Hotels*, julio.

DUNNING, J.H. (1977): "Trade location of economic activity and multinationals: a search for an eclectic approach", en OHLIN; HESSELBORN y WIJKMAN (editores), *The international allocation of economic activity*, Macmillan, Londres.
- (1981): *International production and the multinational enterprise*, Allen & Unwin, Londres.
- (1988a): "The eclectic paradigma of international production: restatement and some possible extensions", *Journal of International Business Studies*, primavera, pp. 1-31.
- (1988b): *Explaining international production*, Unwin Hyman, Londres.
- (1993): *Multinational enterprises and the global economy*, Addison Wesley, Reading.
- (1995): "Revisión del paradigma ecléctico en una época de capitalismo de alianzas", Economía Industrial, nº 305, pp. 15-32.
- (1997): *Governments, Globalization, and International Business,* Oxford University Press, Nueva York.
- (1998): *Globalization, trade and foreign direct investment*, Pergamon, Elsevier Science.

DUNNING, J.H. y KUNDU, S.K. (1995): "The internationalization of the hotel industry: some new findings from field study", *Management International Review*, vol. 35, nº 2, pp. 101-133.

DUNNING, J.H. y MCQUEEN, M. (1981a): *Transnational corporations in the international tourism*, United Nations Centre on Transnational Corporations (UNCTC), Nueva York.

- (1981b): "The eclectic theory of international production: a case study of the international hotel industry", *Managerial and Decision Economics*, nº 2, diciembre, pp. 197-210.

- (1982a): "The eclectic theory of the multinational enterprise and the international hotel industry", en RUGMAN, A.M. (editor), *New Theories of the Multinational Enterprise*, Routledge, Londres, pp. 79-106.

- (1982b): "Multinational Corporations in the International Hotel Industry", *Annals of Tourism Research*, vol. 9, pp. 69-90.

DURÁN, J.J. (1977): *La diversificación como estrategia empresarial. El conglomerado multinacional*, Editorial Pirámide, Madrid.

- (1999): *Multinacionales españolas en Iberoamérica. Valor estratégico*, Centro Internacional Carlos V, Ediciones Pirámide, Madrid.

DURÁN, J.J. y LAMOTHE, P. (1985): *Gestión financiera internacional de la empresa*, Instituto de Planificación Contable, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

DWYER, L. y FORSYTH, P. (1994): "Foreign tourism investment: motivation and impact", *Annals of Tourism Research*, vol. 21, nº 3, pp. 512-537.

EDITUR (2002): "Banca en la hotelería: financiar, participar o comprar", 13-20 diciembre, nº 2231-2232 , pp. 24-27.

EDWARDS, J. (1988): "Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa (I y II)", *Revista de Economía*, nº 2144 y 1245, pp. 2827-2830, 2931-2935.

EDWARDS, J. y FISCHER, K. (1994): *Banks, Finance and Investment in Germany,* Centre for Economic Policy Research, Cambridge University Press, Cambridge.

E.I.U. (1995): *The international hotel industry*, The Economist Intelligent Unit.

ERRAMILLI, M.K. y RAO, C.P. (1993): "Service firms international entry mode choice: a modified transaction-cost analysis approach", *Journal of Marketing*, nº 57, pp. 19-38.

ESPASA, A. (1996): "Características de la demanda en los estudios econométricos sobre el turismo e implicaciones de política económica y de estrategia empresarial", *Información Comercial Española*, nº 749, pp. 77-88.

EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA) (2001): *Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity,* EVCA.

EUROSTAT (2000): *Panorama of EC Business*, Eurostat.

EXCELTUR (2002): *Perspectivas turísticas*, nº 1, octubre.

EYSTER, J. (1993): " The revolution in domestic management contracts", *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 34, nº 1, pp. 16-26

FABOZZI, F. y MODIGLIANI, F. (1992; 1996): *Capital Markets: Institutions and Instruments*, 2ª edición, Prentice Hall, Inc., Upper Saddle River, New Jersey.

FALVEY, R.E. (1995): *The theory of international trade,* Surveys in international trade, D. Greenaway y L.A. Winters (editores), Blackwell Publishers.

FAMA, E. (1970): "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journal of Finance,* nº 25, mayo, pp. 383-417.

FARIÑAS, J.C. (1995): "Estructura de los mercados industriales (II): la dimensión empresarial" en GARCÍA DELGADO, J.L. (Director), *Lecciones de Economía Española*, 2ª edición, Civitas, Madrid, pp. 319-334.

FARIÑAS, J.C.; CALVO, J.L.; JAUMANDREU, J.; LORENZO, M.J.; HUERGO, H. y DE LA IGLESIA, C. (1992): *La PYME industrial en España*, Civitas, Madrid.

FAVIERES, A. (1999): "La financiación de la empresa turística", *50 Años del turismo español. Un análisis histórico y estructural*, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, pp. 593-604

FEDERACIÓN ESPAÑOLA DE HOSTELERÍA (FEHR) (2001): *Los sectores de la Hostelería en 1999,* FEHR, Madrid.
- www.fehr.es

FEDERACIÓN ESPAÑOLA DE HOTELES (FEH) (2000): *Las cadenas hoteleras en España, 1999.* FEH, Madrid.
- (2001): *El sector hotelero en España, 2000*, FEH, Madrid.
- www.fehoteles.com

FEDERACIÓN ESPAÑOLA DE RESTAURANTES, CAFETERÍAS Y BARES (FER) (1998): *Los sectores de la Restauración en 1997,* FER, Madrid.

FERNÁNDEZ, Z. (1999): "Banca, energía, telecomunicaciones: la nueva estructura de los "núcleos duros" de la economía española", *XIV Jornadas de Economía Española*, Universidad de Alicante, Alicante.

FERRANDO, M. y BLANCO, F. (1998): "Previsión del fracaso empresarial en la Comunidad Valenciana: aplicación de los modelos discriminante y logit", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 95, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), pp. 499-540.

FG SOCIEDAD DE VALORES Y BOLSA (1995): *Análisis Cofir*, julio, Madrid.

FIGUEROLA, M. (1995): *Economía para la gestión de las empresas turísticas,* Colección de Estudios Turísticos, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces.
- (1999): "La contribución de la actividad turística a la economía española", *La actividad turística española en 1998*, AECIT, Madrid, pp. 33-46.
- (2002): *2010, Hacia un nuevo turismo español (Una reflexión sobre el futuro)*, Federación Española de Hostelería (FEHR), Madrid.

FIRST CHOICE (2002): *Annual Report 2001*, www.firstchoiceplc.co.uk.

FISHER, I. (1930): *The Theory of Interest: As determined by the impatience to spend income and opportunity to invest it,* Macmillan, Nueva York (reimpresión 1965, August M. Kalley Publisher, Nueva York).

FORTUNE (1990): "Hard lessons from the debt decade", 18 de junio.

FORYSER (2000): *Estudio Sociológico para la mejora de la competitividad del sector de Hostelería de la provincia de Cádiz,* Junta de Andalucía, Jerez de la Frontera.

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS (FUNCAS) (1999): "El capital riesgo en España", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 67.
- (2000): "Globalización: Problemas económicos y financieros", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 69.

FVW INTERNATIONAL (2001): *European Tour Operators,* FVW.

GALBRAITH, J.K. (2000): *El crac del 29,* Ariel Sociedad Económica, Barcelona.

GALLAGHER, M. y MANSOUR, A. (2000): "An analysis of hotel real estate market dynamics", *Journal of Real Estate Research*, vol.19, nº 2, pp. 133-164.

GALVE, C. y SALAS, V. (1994): "Propiedad y resultados de la empresa: Una revisión de la literatura teórica y empírica", *Economía Industrial*, nº 300, pp. 171-196.

GARCÍA DELGADO, J.L. (Director) (1993; 2001): *Lecciones de economía española*, 5ª edición, Tratados y manuales, Civitas, Madrid.

GARCÍA TABUENCA, L.A. (1997): *La financiación de la empresa en España: pyme e intervención del Estado,* Tesis Doctoral, Universidad de Alcalá, Madrid.

GELLER, A.N. y HEATH, L.C. (1981): "Solvency, financial statements and the importance of cash-flow information", *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, vol. 22, nº 3, pp. 45-51.

GIDDY, I.H. (1978): "The Demise of the Product Cycle Models in International Business Theory", *Columbia Journal of World Business*, vol. 13, nº 1, primavera, pp. 90-97.

GIDDY, I.H. y YOUNG, S. (1982): "Conventional theory and unconventional multinationals: do new forms of multinational enterprise require new theories?", en GIDDY, I.H., y YOUNG, S., *New Theories of the Multinational Enterprise*, St-Martin's Press, Nueva York, capítulo. 4, pp. 55-78.

GLICKMAN, M. (1998): "A Post Keynesian refutation of Modigliani-Miller on capital structure", *Journal of Post Keynesian Economics* vol. 20, nº 2, invierno 1997-98, pp.251-274.

GOLDSMITH, R. (1969): *Financial structure and development*, Yale University Press.

GOMES-CASSERES, B. (1989): "Ownership structures of foreign subsidiaries. Theory and evidence", *Journal of Economic Behaviour and Organization,* vol. 11, pp. 1-25.

GÓMEZ-JACINTO, M. (1998): "La alternativa financiera de la empresa familiar", *Bolsa de Madrid,* nº 70, octubre, pp. 34-38.

GOMPERS, P. y LERNER, J. (2001): "The venture capital revolution", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº 2, primavera, pp.145-168.

GONZÁLEZ SORIA, J. (1999): "Tour operadores", *50 años del turismo español. Un análisis histórico y estructural*, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, pp. 845-865.

GONZALO ANGULO, J.A., PÉREZ GARCÍA, J. y SERRANO, R. (1998): *Contabilidad superior. Análisis económico-financiero y patrimonial,* Instituto de auditores-censores jurados de cuentas de España, Madrid.

GOXENS, M.A. y GAY, J.M. (2000): *Análisis de estados contables. Diagnóstico económico-financiero,* Prentice Hall Iberia, Madrid.

GREENAWAY, D. (1993): "Comercio exterior e inversiones directas extranjeras", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, pp. 43-104.

GREENE, W.H. (1998): *Análisis econométrico* (3ª edición), Prentice Hall Iberia, Madrid.

GUISO, L.; SAPIENZA, P. y ZINGALES, L. (2002): "Does local financial development matter?", *Centre for Economic Policy Research*, Discusión Paper, nº 3307.

GUITIÁN, M. y VARELA, F. (2000): "Introducción: Los sistemas financieros ante la globalización", en GUITIÁN, M. y VARELA, F. (editores), *Sistemas Financieros ante la Globalización,* Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 15-33.

GUTTENTAG, J.M. (1961): "The Short Cycle in Residential Construction 1946-1959", *The American Economic Review*, vol. LI, junio, pp. 275-298.

HELLWIG, M.F. (1991): "Banking, financial intermediation and corporate finance" en GIOVANNINI, A. y MAYER, C. (editores), *European financial integration,* Cambridge University Press, Cambridge, pp. 35-63.

HENNART, J.F. (1988): "A transaction costs theory of equity joint-venture", *Strategic management Journal*, vol. 9, pp. 361-374.

- (1989): "Can the "new forms of investment" substitute for the "old forms"? A transaction costs perspective", *Journal of International Business Studies*, nº 20, pp. 211-234.

HOSTELMARKET (1999): *Anuario de la Hostelería 1998*, Publicaciones Alimarket, Madrid.
- (2000 a 2002): *Anuario de la Hostelería*, Publicaciones Alimarket, Madrid.

HOSTELTUR: www.hosteltur.com.

HOTELLERIE-TOURISME-RESTAURATION (1998): "Entrer en Bourse: une affaire de specialistes", nº 52, noviembre, pp.35-40.

HVS INTERNATIONAL: www.hvsinternational.com.

HYMER, S. (1960): *The international operations of national firms: a study of direct investment*, Tesis Doctoral, MIT, publicado por MIT Press, 1976.
- (1979): *The multinational corporation: a radical approach*, Cambridge University Press, version en castellano (1982), *La corporación multinacional*, Editorial Blume, Madrid.

IBEROSTAR: www.iberostar.com.

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL (ICO) (1966 a 1988): *Memoria del Crédito Oficial*, ICO, Madrid.

ÍNDICE UAB DE ACTIVIDAD TURÍSTICA (2001): *Predicciones para la temporada 2001 en Cataluña,* Universidad Autónoma de Barcelona, Barcelona.

ING FINANCIAL MARKETS (2003): *Sol Meliá,* julio.

INSTITUTO DE ESTUDIOS TURÍSTICOS (IET) (2002a): *El turismo en España durante 2002*, Instituto de Estudios Turísticos, Ministerio de Economía.
- (2002b): *El turismo español en cifras. Año 2002*, Instituto de Estudios Turísticos, Ministerio de Economía.
- www.iet.tourspain.es

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (INE) (1993): Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-93).

- (2001): *Encuesta anual de servicios 2000*.

- (2002a): Directorio Central de Empresas (DIRCE).

- (2002b): *El turismo en 2001*.

- (2003): *El turismo en 2002*.

- www.ine.es

INTERNATIONAL HOTEL & RESTAURANT ASSOCIATION (IH&RA) (1998): *1998 Worldwide Hotel Industry Study*.

- (1999): *1999 Worldwide Hotel Industry Study*.

JAMES, B.G. (1985): "Alliance: the new strategic forms", *Long Range Planning*, vol. 18, nº 3, junio, Elsevier, pp. 76-81.

JENSEN, M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Overs", *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-29.

JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics,* nº 3 pp. 305-360.

JOHANSON, J. y VAHLNE, J.E. (1977): "The internationalization process of firms. A model of knowledge development and increasing foreign market commitments", *Journal of International Business Studies*, nº 8, pp. 23-32.

JONES, F.L. (1987): "Current techniques in bankruptcy prediction", *Journal of Accounting Literature*, vol. 6, pp. 131-164.

JONES LANG LASALLE HOTELS (2001a): "Europe's Hotel Markets to Ride Out the Uncertainty?", *Brain Buzz*, Jones Lang Lasalle Hotels, www.joneslanglasallehotels.com

- (2001b): "Global Investment in Hotel Branding", *Hotel Topics*, nº 8, septiembre, pp. 1-20.

- (2002a): "Hotel sales-leaseback transactions", *Hotel Topics*, nº 11, junio, pp. 1-16.

- (2002b): "Changing ownership structures", *Hotel Topics*, nº 13, diciembre, pp. 1-13.
- (2003): "Europe-Opportunities in 2003", *Hotel Investment Strategy Annual 2003*, pp.21-25.

JUNTA DE EXTREMADURA (1998 a 2002): *Extremadura en cifras,* www.juntaex.es/consejerias/eic/et/dgpp/cifras/menu.htm.
- (1999): *Anuario estadístico de Extremadura.* Junta de Extremadura.
- (2002): *Anuario estadístico de Extremadura.* Junta de Extremadura.

KARMEL, S.M. y BRYON, J. (2002): *A comparison of small and medium sized enterprises in Europe and in the USA,* Routledge, Londres.

KARP, A.B. (2002): "Private equity dominates volatile hotel investment market", *Hotel & Motel Management*, vol. 217, nº 7, 15 de abril, pp. 28-29.

KARP, A.B.; TOWN, A. y WEBB, M. (2001): "Big brands continue to get bigger", *Global investment in hotel branding,* Jones Lang Lasalle Hotels, pp.13-17.

KEOWN, A.J.; PETTY, J.W.; SCOTT, D.F. y MARTIN, J.D. (1999): *Introducción a las finanzas. La práctica y la lógica de la Administración Financiera*, 2ª edición, Prentice Hall Iberia, Madrid.

KESTER, W.C. (1986): "Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations", *Financial Management,* vol. 15, primavera, pp. 5-16.
- (1991): *Japanese takeovers. The global contest for corporate control,* Harvard Business School Press, Boston.

KIM, W.G. (1997): "The determinants of capital structure choice in the US restaurant industry", *Tourism Economics*, vol. 3, nº 4, pp. 329-340.

KIM, W.G. y MAUBORGNE R. (1997): "Value Innovation: The Strategic Logic of High Growth", *Harvard Business Review*, enero-febrero, pp. 103-112.

KIM, K. y OLSEN, M. (1999): "Determinants of successful acquisition processes in the US lodging industry", *International Journal of Hospitality Management*, vol. 18 nº3, Elsevier, pp. 285-308.

KINDLEBERGER, C.P. (1969): *American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment,* Yale University Press.

KOTLER, P. (1995): *Dirección de marketing. Análisis, planificación, implementación y control*, Prentice Hall Iberia, Madrid.
- (1996): *Dirección de Mercadotecnia*, Prentice Hall, México.

KRAUSE, P.C. y GARFINKEL, L.A. (1991): "Trends in financing: be creative, flexible", *Hotels: International Magazine of the Hotel and Restaurant Industry*, septiembre, pp. 68-70.

KRAUSE, P, y SLATTERY, P. (1996): "Desarrollo y análisis de las inversiones hoteleras", *Alta Hotelería Internacional*, nº 34, pp.10-12, México D.F.

KRUGMAN, P. (1993): "International Finance and Economic Development", en GIOVANNINI, A., *Finance and Development: Issues and Experience*, Cambridge University Press and CEPR, pp. 11-24.
- (2000): *El retorno de la economía de la depresión*, Editorial Crítica. Barcelona.

KUNDU, S.K. (1994): *Explaining the globalization of service industries: the case of multinational hotels,* Rutgers, The State University of New Jersey, U.M.I.

KWANSA, F. A. (1994): "Prospects of financing a minoriy-owned small restaurant or motel", *International Journal of Hospitality Management*, Elsevier Science, vol. 3, nº 2, pp. 89-94.

KWANSA, F.A.; JOHNSON, D. y OLSEN, M. (1987): "Determinants of financial structure in the hotel industry and implications for the teaching of financial management in the hospitality industry", *Hospitality Education and Research Journal*, vol. 10, nº 2, pp. 99-106.

LAEMPRESAFAMILIAR.COM (2003): "Financiación: el capital de inversión en la empresa familiar", Dossier nº 12, www.laempresafamiliar.com.

LELAND, H. y PYLE, D. (1977): "Information asymmetries, financial structure and financial intermediation", *Journal of Finance,* nº 32, pp. 371-387.

LEMON, S.R. (1997): "Who's got the money?", *Lodging Hospitality*, vol. 53, nº 5, mayo, pp. 26-30.

LEVINE, R. (2003): "More on Finance and Growth: More Finance More Growth?", *Federal Reserve Bank of St. Louis,* julio-agosto 2003, pp. 31-52.

LÓPEZ GRACIA, S.; GANDÍA, J.L. y MOLINA, R. (1998): "La suspensión de pagos en las *PYMES*: una aproximación empírica", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXVIII, nº 94, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), pp.71-97.

LÓPEZ PASCUAL, J. y SEBASTIÁN, A. (1998): *Gestión Bancaria: los nuevos retos en un entorno global*, McGraw-Hill/Interamericana de España, Madrid.

LOVEMAN, G. y SENGENBERGER, W. (1991): "The Re-emergence of Small Scale Production: An International Comparison", *Small Business Economics*, vol. 3 nº 1 , pp. 1-37.

LUCAS, R. (1988): "On the mechanics of Economic development", *Journal of Monetary Economics,* vol. 22, pp. 3-42.

MACEY, J.R. (1998): "Measuring the effectiveness of different corporate governance systems: Toward a more scientific approach", *Journal of Applied Corporate Finance,* vol. 10, nº 4, invierno, pp. 16-25.

MADEUF, B. (1979): "A réalités nouvelles, théories nouvelles" *Cahiers Français*, nº 190, marzo-abril, suplemento nº 5,

MALLEY, M. (1999): "Credit crunch: exhibits strengths and weaknesses", *Hotel & Motel Management*, vol. 214, nº 1, pp. 56-68.

MANZANO, I. y PORRAS, M.J. (2002): "Una aproximación al modelo contable de las empresas hoteleras", *Técnica Contable,* nº 647, noviembre, pp. 883-903.

MAROTO, J.A. (1993): "La financiación empresarial y el sistema financiero", *Economía Industrial*, nº 293, septiembre-octubre, pp. 77-88.

MAROTO, J.A. y MELLE, M. (2000): "Los sistemas financieros y la financiación empresarial. Pautas de comportamiento y factores explicativos del crédito bancario. Un análisis comparado internacional", *Papeles de Economía Española*, nº 84-85, pp. 237-267.

MARRIOTT: www.marriott.com.

MARTÍ PELLÓN, J. (1998): *El capital inversión en España, 1997*, ASCRI, Civitas, Madrid.
- (1999): *El capital inversión en España, 1998*, ASCRI, Civitas, Madrid.
- (2000): *El capital inversión en España, 1999*, ASCRI, Civitas, Madrid.
- (2001): *El capital inversión en España, 2000*, ASCRI, Civitas, Madrid.

MARTÍN ROJO, I. (2003): *Dirección y gestión de empresas del sector turístico*. 2ª Edición, Editorial Pirámide, Madrid.

MARTÍNEZ MILLÁN, J. (2003): "Turismo, motor de la economía española", Ponencia presentada en la Cumbre del Turismo, CEOE, diciembre 2002, Madrid

MARTÍNEZ SERRANO, J.A., PICAZO, A. (2001): "Sector servicios", en GARCÍA DELGADO, J.L. (Director), *Lecciones de economía española,* 4ª edición, pp.23-287, Civitas, Madrid.

MARTORELL, O. (2002): *Cadenas Hoteleras. Análisis del Top 10*, Ariel Turismo, Barcelona.

MARTORELL, O. y MULET, C. (2003): *Estrategias de crecimiento de las cadenas hoteleras*, Investigación Turística Tribuna Fitur Jorge Vila Fradera, Fitur, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (2000): "Métodos de valoración de empresas de la nueva economía", *Bolsa de Madrid*, nº 88, pp. 6-12.

MASEDA, A, e ITURRALDE, T. (2001): "Una aproximación a la gestión de la liquidez a través del análisis del estado de flujos de tesorería", *Actualidad Financiera*, vol. VI, nº 7, julio, pp. 33-46.

MATHEWSON, G. y WINTER, R. (1985): "The economics of franchise contracts", *Journal of Law and Economics*, vol. 28, nº 3, pp. 503-526.

MATTERA, P. (1993): *Las 100 mayores empresas del mundo. Sus orígenes, su desarrollo, sus operaciones, su posición, su estrategia*, Ariel Sociedad Económica, Barcelona.

MAYER, C. (1988): "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, nº 32, pp. 1167-1189.

MAZARS TURISMO (2000): *La industria hotelera española 2000,* Madrid.
- (2002): *La industria hotelera española 2002,* Madrid.
- www.mazars.com.

MCCONNELL, T. y SUMMERS, J. (1997): "Hospitality investment: The view from Wall Street", *Hospitality and Leisure Executive Report*, Arthur Andersen, vol. 3, nº 4, pp. 6-12.

MCFADDEN, D. (1974): "Conditional logit analysis of qualitative choice behavior", En ZAREMBKA, P. (editor), *Frontiers in Econometrics*, Academic Press, Nueva York, pp. 105-142.

MCGUFFIE, J. (1996): "Franchising in Europe", *EIU Travel and Tourism Analyst*, nº 1, pp. 36-52.

MCKINNON, R. (1964): "Foreign exchange constraints in economic development and efficient aid allocation" *Economic Journal*, nº 74, pp. 388-409.
- (1973) : *Money and capital in Economic Development,* The Brookings Institution, Washington.

MELCHIOR, M. y GIL A.M. (2002): "Canarias", *La actividad turística española en 2001*, AECIT, pp. 271-281.

MELLE, M. (2001): "Características diferenciales de la financiación entre las PYME y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento", *Papeles de Economía Española*, nº 89-90, pp. 140-166.

MERCAPITAL (1999): "Alternativas de financiación para empresas medianas", www.mercapital.com.

MERRILL LYNCH (1999): *Comentario NH Hoteles*, julio, Madrid.

MESGUICH, S. (2000): "Tourisme et capital investissement", *Les financements du tourisme, Les cahier espaces*, nº 68, diciembre, pp. 144-147.

MITCHELL, K. (1983): "Trends in corporation finance", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, marzo, pp. 3-15.

MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958): "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.

MONFORT, V.M. (2002): "Comunidad Valenciana", *La actividad turística española en 2001*, AECIT, pp. 413-427.

MORA, A. y PABLO, F. (1996): "Industrial Dynamics in the Spanish Economy: 1980-1992" *A Comparison of the Economic Development Policies of the ROC and Spain*, The Second International Conference on R.O.C. and Spanish Economy and Trade, Taipei.

MORA, A.; DE MIGUEL, M.M. y PABLO, F. (1996): *Titulización: Aplicación a la Red Financiera para la Promoción Industrial,* IMPI, Madrid.

MORA, A. y CÓRDOBA, J.L. (2000): "La liberalización mundial del turismo y la economía española". Documento de Trabajo Serie A Nº 20011, Universidad de Alcalá, Alcalá de Henares.

MORA, A. y SUCH, M.J. (2001): "La financiación intermediada del sector turístico en España. Una perspectiva autonómica". Documento de Trabajo Serie A Nº 20015, Universidad de Alcalá, Alcalá de Henares.

MORA A.; BOTE, VALENTÍN y SUCH, M.J. (2000): "Estructura económico-financiera y financiación del sector turístico", *Estudios Turísticos*, nº 143, pp. 3-24.

MUÑOZ GUARASA, M. (1999): *La inversión directa extranjera en España. Factores determinantes*, Civitas, Madrid.

MY TRAVEL GROUP (2003): *Annual Report, 2002,* www.mytravelgroup.com.

MYERS, S.C. (1984): "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, nº 39, julio, pp. 581-582.

MYERS, S.C. y MAJLUF, N.S. (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, junio, pp. 187-221.

MYRO, R. (1999): "Tendencias recientes de la inversión internacional" *XIV Jornadas de Economía Española,* Universidad de Alicante, octubre, Alicante.

MYRO, R. y GANDOY, R. (2001): "Sector Industrial", en GARCÍA DELGADO, J.L. (director), *Lecciones de economía española*, 5ª edición, Civitas, Madrid, pp. 205-230.

NH HOTELES (1999a): *Memoria NH Hoteles 1998*, NH Hoteles.
- (1999b): *Folleto explicativo y documentos anexos que forman parte de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones y Obligaciones Convertibles de Sotogrande, SA. formulada por NH Hoteles, S.A.*
- (2000 a 2003): *NH Hoteles Informe Anual*, NH Hoteles.
- www.nh-hoteles.es

NUENO, P. y PREGEL, G. (1997): *Instrumentos Financieros al Servicio de la Empresa*, Ediciones Deusto, Bilbao.

NUEVA ECONOMÍA (1999): "Bonos convertibles: invertir seguro con notable rentabilidad", 5 de diciembre.

NURKSE, R. (1953): *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries,* B. Blackwell, Oxford, Versión en Castellano, Fondo de Cultura Económica, 2ª edición, 1960.

OCAÑA, C.; SALAS, V. y VALLÉS, J. (1993): *Un Estudio Empírico de la Financiación de la Pequeña y Mediana Empresa en España,* IMPI.

OLSEN, M.; CRAWFORD-WELCH, S. y TSE, E. (1991): "The global hospitality industry on the 1990's", en TEARE, R. y BOER, A. (editors), *Strategic Hospitality Managemnt. Theory and Practice for the 1990's,* Cassells, Londres.

ONTIVEROS, E. (2001): *La economía en la red. Nueva economía, nuevas finanzas*, Grupo Santillana de Ediciones, Madrid.

ORGANIZACIÓN MUNDIAL DE TURISMO (OMT) (1995): *Seminar on GATS implications for tourism,* Milán, diciembre 1994, OMT, Madrid.
- (1999): *Tourism Satellite Account: Conceptual Framework*, OMT, Madrid.
- (2000): *Datos esenciales 2000*, OMT, marzo, Madrid.

- (2000): *Tendencias del mercado turístico: Las Américas - 2000*, OMT, mayo, Madrid.
- (2002a): *Overview 2001,* OMT, junio, Madrid
- (2002b): *Tourism Highlights 2001*, OMT, agosto, Madrid.
- (2003a): *World tourism in 2002: better than expected,* OMT, enero, Madrid.
- (2003b): *Barómetro OMT del turismo mundial,* OMT, junio, Madrid.
- www.world-tourism.org

PAGANO, M. (1993): "Financial markets and growth: An overview", *European Economic Review*, nº 37, pp. 613-622.

PARANQUE, B. (1997): *Financial Constraints and Economic Behaviour: A Study of the Specific Features of Small and Medium-Sized Manufacturing Firms from 1985 to 1995,* Banque de France, París

PEINADO, M.L. (Coordinadora) (1999): *Los mercados financieros españoles y la UEM*, Estudios y monografías, Editorial Civitas, Madrid.

PELLEJERO, C. y MARTÍN ROJO, I. (1998): "Origen, desarrollo y consolidación de un líder hotelero: Sol Meliá, 1956-1997", *Revue de Tourisme* nº 2, pp. 48-54.

PELLEJERO, C (Director) (1999): *Historia de la economía del turismo en España,* Civitas, Madrid.
- (2000): *El Instituto Nacional de Industria en el Sector Turístico. Atesa (1949-1981) y Entursa (1963-1986),* Servicio de publicaciones, Universidad de Málaga, Málaga.

PELLICER, M. (1992): *Los mercados financieros organizados en España*, Estudios Económicos del Banco de España, nº 50, Madrid.

PÉREZ-CARBALLO, A.; PÉREZ-CARBALLO, J. y VELA, E. (1988; 1997): *Principios de Gestión Financiera de la Empresa*, Alianza Universidad Textos, Madrid.

PÉREZ MEDINA, R y CAZORLA, L. (2000): *Internacionalización del sector hotelero. La expansión de Sol Meliá en Croacia*, Universidad de Almería, Almería.

PÉREZ MORIONES, A. (1998): *El contrato de gestión hotelera*, Editorial Tirant Lo Blanch, Valencia.

PESTAÑA, R. (2000): "La financiación empresarial", *Actualidad Financiera*, número monográfico, primer trimestre, Editorial La Ley-Actualidad, pp. 73-82.

PLA, J. y LEÓN, F. (2002): "Estrategias de internacionalización en el sector hotelero español", *La actividad turística española en 2001,* AECIT, pp. 167-177.

POOLE, N. (1989): "Private sector financing in tourism: a view from Wales", *Tourism Management*, Vol. 10, nº 3, Butterworth Scientific, pp. 249-252.

POON, A. (1993): *Tourism, technology and competitive strategies*, Wallingford, CAB International.
- (2001): "The future of travel agents*", Travel and Tourism Analyst*, n° 3, pp. 57-80.

PORTER, M.E. (1980): *Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors*, Free Press, Nueva York.
- (1990): *The competitive advantage of nations*, Free Press, Nueva York.
- (1992): *Capital choices,* Council of Competitiveness, Washington.

PRICE WATERHOUSE (1995): *La PYME industrial española: factores de éxito para competir,* Fundación Alfonso Martín Escudero.

RAGAZZI, G. (1979): "Theories of the Determinants of Direct Investment", en LESSARD, D.R. (editor), *International financial Management*, Warren, Gorham & Lamont, Boston, pp. 31-56.

RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance,* nº 50, pp. 1421-1460.

RAMÓN, A.B. e HIDALGO, M. (2001): "La internacionalización de la industria hotelera española", *Economistas*, nº 90, pp.121-130.

RAMÓN, A.B. (2001): "Una caracterización de la expansión internacional de la industria hotelera española", *Estudios Turísticos*, nº 149, pp.39-72.

- (2002a): "La internacionalización de las empresas turísticas", *Economistas*, nº 92, pp. 31-44.

- (2002b): *La expansión internacional del sector hotelero español*, Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), Alicante.

- (2002c): "Determining factors in entry choice for international expansion. The case of the Spanish hotel industry", *Tourism Management*, vol. 6, nº 23, pp. 597-607.

- (2002d): "La internacionalización de las empresas turísticas", *XVII Jornadas de Economía Española*, Universidad de Alicante, Alicante.

RAMOS, G. (2001): "La nueva arquitectura financiera internacional", *Boletín Económico ICE*, nº 2686, marzo-abril, pp. 19-38.

RAVENSCRAFT, D.J., SCHERER, F.M. (1989): "The profitability of mergers", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 7 nº 1, pp. 101-116.

REID, S. (1983): "Firm internationalization, transaction costs and strategic choice", *International Marketing Review*, vol. 1, nº 2, pp. 44-56.

RIALP, A. y RIALP, J. (1996): "El papel de los acuerdos de cooperación en los procesos de internacionalización de la empresa española: un análisis empírico", *Papeles de Economía Española,* nº 66, pp. 248-258.

RIU: www.riu.com.

ROMER, P. (1986): "Increasing returns and long run growth", *Journal of Political Economy,* vol. 94, nº 5, pp. 1002-1037.

ROMERA, M. (2001): "La importancia del cash-flow en la gestión financiera de la empresa", *Estrategia Financiera*, nº 174, junio, pp. 8-15.

RUGMAN, A.M. (1980): "A new theory of the multinational enterprise, internationalisation versus internalisation", *Columbia Journal of World Business*, vol. 15, nº 1, primavera, pp. 23-29.
- (1981): *Inside the multinationals*, Columbia University Press.
- (1996): *The selected scientific papers of Alan M. Rugman, vol. 1 The Theory of Multinational Enterprises*, Edward Elgar, Cheltenham.

RUGMAN, A. y VERBEKE, A. (1992): "A note on the transnational solution and the transaction cost theory of multinational strategic management", *Journal of International Business Studies*, primer trimestre, nº 4, pp. 761-771

RYBCZYNSKI, T.M. (1997): "A new look at the evolution of the financial system", en REVELL, J. (editor), *The Recent Evolution of Financial Systems,* Macmillan, Londres.

SAÁ, J. (1990): "Las decisiones financieras de las empresas: teoría y contrastes empíricos", Documento de Trabajo, nº 9008, Centro de Estudios Monetarios y Financieros.
- (1991): "Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas", *Moneda y Crédito,* nº 193, pp. 147-178.
- (1996): "Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience", *Journal of The Financial Management Association,* vol. XXV, nº 3, pp. 44-56.

SAINT-PAUL, G. (1992): "Technological choice, financial markets and economic growth", *European Economic Review,* nº 37, pp. 763-781.

SALAS, V. (1996): "Factores estructurales en la financiación de la PYME: valoración y recomendaciones", *Revista Asturiana de Economía*, nº 6, pp. 29-40, Oviedo.
- (2002): *El gobierno de la empresa*, Colección Estudios Económicos, La Caixa, nº 29.

SAMOLYK, K.A. (1994): "Banking and the flow of funds: are banks losing market share?", *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, nº 1, septiembre.

SÁNCHEZ, A. (1998): "Titulización de activos: un nuevo horizonte", *Bolsa de Madrid,* nº 67, junio, Madrid, pp. 4-9.

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. (Director) (1996; 2001): *Curso de bolsa y mercados financieros,* Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel Economía, Barcelona.

SANTANDER INVESTMENT (1998): *Renta Variable, España-Hoteles, Cofir*, diciembre, Madrid.

SANTILLÁN, J. (2002): "Aspectos estructurales de los mercados financieros mundiales: Algunas claves", *Papeles de Economía Española,* nº 94, pp. 37-52.

SANTORO, A. (2001): "La financiación empresarial", *Actualidad Financiera*, número monográfico, primer trimestre, Editorial La Ley-Actualidad, pp. 67-74.

SAUNDERS, A. (1994): "Banking and commerce: An overview of the public policy issues", *Journal of Banking and Finance,* nº 18, pp. 231-254.

SCHUMPETER, J.A. (1911): *Theorie der wirtschaftlichen entwicklung*, versión inglesa (1934): *The theory of economic development,* Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, versión en castellano (1944): *Teoría del desenvolvimiento económico*, Fondo de Cultura Económica, México.

SECRETARÍA DE ESTADO DE COMERCIO, TURISMO Y DE LA PYME (1999): *Plan Integral de Calidad del Turismo Español: 2000-2006*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

SECRETARÍA GENERAL DE TURISMO (1992): *Plan Marco de Competitividad del Turismo Español*, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Madrid.
- (1995): *Plan Marco de Competitividad del Turismo Español: 1996-1999*, Ministerio de Comercio y Turismo, Madrid.

SEURAT, R. (2000): "Crecimiento sostenido y estable", *Euskotek (Revista de la Red de Parques Tecnológicos de Euskadi)*, nº 8, pp. 6-10.

SG EQUITY RESEARCH (1999): *Sol Meliá*, marzo.

SHEEL, A. (1994): "Determinants of capital structure choice and empirics on leverage behaviour: a comparative analysis of hotel and manufacturing firms", *Hospitality Research Journal*, vol. 17, nº 3, pp. 3-16.

SHY, O. (1995): *Industrial Organizatio*n. *Theory and applications*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

SINGH, A.J. y KWANSA, F.A. (1999): "Financing the lodging industry in the next millennium", *International Journal of Hospitality Management*, Elsevier Science, vol. 18, nº 4, pp. 415-425.

SOL MELIÁ (1998): *Folleto explicativo de la oferta pública de adquisición de acciones de Meliá Inversiones Americanas, N.V. formulada por Sol Meliá, S.A.*, diciembre.
- (1999 a 2003): *Memoria Anual Sol Meliá*.
- www.solmelia.es

SOLOMON, E. (1963): *The Theory of Financial Management*, Columbia University Press, Nueva York.

SOLOW, R. (1956): "A contribution to the theory of Economic growth", *Quarterly Journal of Economics,* vol 70, nº 1, febrero, pp. 65-94.

SOUSA, S. (2002): *Análisis de la creación de valor en las agencias de viajes en España*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid.

STERN, N. (1989): "The economics of development: a survey", *Economic Journal*, nº 99, septiembre, pp. 597-685.

STIGLER, G. J. (1958): "The Economies of Scale" *Journal of Law and Economics*, nº 1, pp. 54-71.
- (1968): *The organization of industry,* Richard D. Irwin, Homewood.

STIGLITZ, J.E. (1974): "On the irrelevance of corporate financial policy", *American Economic Review,* nº 64, pp. 851-866.

STIGLITZ, J.E. y WEISS, A. (1981): "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review,* vol. 71, nº 3, pp. 393-410.

STOREY, D. I. y JOHNSON, S. G. (1987): *Small and Medium sized Enterprises and Employment Creation in the EEC countries: Summary Report*, Commission of the European Communities, Bruselas.

SUÁREZ SUÁREZ, A.S. (1996): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, 18ª edición, Ediciones Pirámide. Madrid.

SUCH, M.J. (2001): "Capital inversión: una aproximación desde la situación en España", *Bolsa de Madrid,* nº 103, noviembre, pp. 26-32.
- (2002): *El Sistema Financiero y la Financiación del Sector Turístico en España*, Instituto Alicantino de Cultura Juan Gil-Albert, Diputación Provincial de Alicante. Alicante.

SUCH, M.J. y ZAMORA, M.M. (2003): "Comportamiento productivo del sector turístico español: una perspectiva autonómica", Comunicación presentada en la V Reunión de Economía Mundial, mayo, Sevilla.

TADESSE, S. (2001): *Financial architecture and economic performance: International evidence*, University of South Carolina – Darla Moore School of Business, Working Paper Series.

TALTAVULL, P. (2001): *Economía de la construcción,* Civitas, Madrid.

TERRY, B. (1989): "Financing leisure in the 1990's", *Tourism management,* septiembre 1989, pp. 242-248.

THE ECONOMIST (2000): "Adventurous venture capital", 27 de mayo, p.14.

THOMAS COOK: www.thomascook.com.

TIROLE, J. (1988): *The theory of industrial organizatio*n, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts..

TORRERO, A. (1989): "La formación de los tipos de interés y los problemas actuales de la economía española", *Economistas,* nº 39, agosto-septiembre 1989, pp. 35-48.

- (Director) (1991): *Relaciones banca-industria. La experiencia española*, Espasa Calpe, Madrid.

- (1999): *La importancia de las Bolsas en la internacionalización de las finanzas*, Conferencia impartida en la Universidad del País Vasco, San Sebastián.

- (2001): *Internacionalización de las Bolsas y de las Finanzas. Funcionamiento del Patrón Oro y la Moneda Única Europea*, Ediciones Pirámide, Madrid.

TRAUTWEIN, F. (1990): "Merger motives and merger prescriptions", *Strategic Management Journal,* John Wiley & Son, vol. 11, nº 4, pp. 283-295.

TRAVEL RESEARCH INTERNATIONAL LIMITED (1999*): Building global hotel brands: competition an consolidation among the leading international hotel companies*, Travel Research International Limited, Londres.

TUI: www.tui.com

UBS WARBURG (2003): *Sol Meliá,* junio.

UNCETA, M. (coordinadora) (1986): *75 años de turismo en España. Marsans 1910-1985,* Viajes Marsans, Madrid.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD) (1981): *Transnational corporations in international tuorism*, Naciones Unidas, Nueva York.

URIEL, E. (1985): *Análisis de series temporales, modelos ARIMA*, Editorial Paraninfo, Madrid.

URIEL, E. y MONFORT, V.M. (directores) (2001): *El Sector Turístico en España*, Caja de Ahorros del Mediterráneo, Alicante.

URIOL, E. (2001): *Sol Meliá. El viajero universal,* Ediciones Pirámide, Madrid.

VACAS, C. (2001): "Análisis económico-financiero del sector hotelero", *Técnica Contable,* nº 629, mayo, pp. 377-392

VALVERDE, J.; GARCÍA DELGADO, J.L. y PEDREÑO, A. (directores), *Apertura e internacionalización de la economía española*, Economistas Libros, Madrid.

VANDERMERWE, S. y CHADWICK, M. (1989): "The internationalization of services", *The Service Industries Journal*, vol. 9, nº 1, pp. 79-93.

VASALLO, A.M. (2001): "Sistema financiero y desarrollo empresarial desde la perspectiva gallega", *Revista Gallega de Economía,* vol. 10, nº 2, pp. 1-24.

VERLAG DIETER NIEDECKER GmbH: *Who Owns Whom in the Global Travel and Tourism Industry*, www.european-travel-market.com.

VERNON, R. (1966): "International investment and international trade in the product cycle", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 80, mayo, pp. 190-207.

VILA FRADERA, J. (1986): "La larga marcha de las empresas turísticas", en UNCETA, M. (coordinadora): *75 años de turismo en España. Marsans 1910-1985,* Viajes Marsans, Madrid, pp. 198-217.

VOGELER, C. y HERNÁNDEZ ARMAND, E. (1995; 1998): *Estructura y organización del mercado turístico*, 2ª edición, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid.

WATSON, N. (1999): "El canal del crédito bancario. Un análisis empírico con datos empresariales", *Boletín Económico,* mayo, Banco de España, pp. 29-35.

WELLS, L. (editor) (1972): *The product life cycle and international trade,* Harvard Bussiness School, Boston.

WHITFORD, M. (1998): "Sale/lease-back agreements gain popularity", *Hotel & Motel Management*, vol. 213, nº 16, 21 de septiembre, pp. 72-74.

WILLIAMS, A.M. (1995): "Capital and the transnationalisation of tourism", en MONTANARI, A. y WILLIAMS, A.M. (editores), *European Tourism: Regions, spaces and restructuring*, Chichester, John Wiley and Sons and the European Science Foundation, pp. 163-177.

WILLIAMSON, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: analysis and antitrust implications,* The Free Press, Nueva York.
- (1979): "Transaction cost economies: the governance of contractual relations", *Journal of Law and Economics*, vol. 22, nº 2, pp. 233-262.

WILLIAMSON, J. y MAHAR, M. (1998): *A survey of financial liberalisation*, Princeton Essays in International Finance, nº 21, noviembre.

WILSON, I. (1988): "Competitive strategies for service businesses", *Long Range Planning,* vol. 21, nº 6, pp. 10-12.

WOOLDRIDGE, J.M. (2001): *Introducción a la Econometría: un enfoque moderno*, Thomson Learning.
- (2003): *Introductory Econometrics. A modern Approach,* 2ª edición, South-Western, Thomson.

WOOLRIDGE, J.R. (1995): "Do stock prices reflect fundamental values?", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, nº 1, pp. 64-69.

ZOIDO, M.E. (1998): "Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas", *Investigaciones Económicas*, vol. XXII , nº 3, pp. 427-467.

ZYSMAN, J. (1983): *Governments, Markets and Growth: Finance and the Politics of Industrial Change*, Cornell University Press.

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

ANEXO

BIBLIOTECA VIRTUAL
MIGUEL DE CERVANTES

Tabla 1.

Crédito de Bancos al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

	Hoteles		Campings		Restaurantes		Establecimientos de Bebidas		Comedores Colectivos		Total Sector
Comunidad Autónoma	Total	%	Total	%	Total	%	Total	%	Total	%	
País Vasco	27,149	42.78	1,185	1.87	18,399	28.99	15,553	24.51	1,175	1.85	63,461
Castilla-La Mancha	6,772	23.54	882	3.07	8,693	30.22	11,747	40.84	668	2.32	28,762
C. Valenciana	43,888	32.90	14,838	11.12	43,595	32.68	29,660	22.24	1,404	1.05	133,386
Andalucía	92,490	37.65	15,506	6.31	65,012	26.46	70,588	28.73	2,083	0.85	245,679
Castilla-León	18,409	24.82	4,266	5.75	21,390	28.84	29,488	39.76	616	0.83	74,169
Extremadura	12,186	53.99	334	1.48	4,991	22.11	4,929	21.84	131	0.58	22,570
Baleares	460,413	75.35	81,928	13.41	42,734	6.99	25,071	4.10	919	0.15	611,064
Cataluña	221,573	47.17	29,070	6.19	133,219	28.36	82,288	17.52	3,535	0.75	469,685
Galicia	18,749	24.31	1,885	2.44	27,238	35.32	27,692	35.91	1,556	2.02	77,119
Aragón	17,939	36.10	1,128	2.27	13,167	26.50	16,336	32.88	1,117	2.25	49,688
La Rioja	2,485	28.61	162	1.86	3,237	37.26	2,657	30.59	146	1.68	8,688
Madrid	141,839	40.11	4,835	1.37	119,127	33.69	77,662	21.96	10,144	2.87	353,607
Murcia	12,603	30.88	1,916	4.69	13,648	33.44	11,559	28.32	1,086	2.66	40,812
Navarra	8,056	29.29	318	1.16	8,714	31.68	7,043	25.61	3,373	12.26	27,504
Asturias	12,911	35.26	564	1.54	10,097	27.57	12,828	35.03	219	0.60	36,620
Canarias	104,540	46.90	65,633	29.45	33,816	15.17	18,425	8.27	480	0.22	222,894
Cantabria	9,032	38.08	747	3.15	6,056	25.53	7,654	32.27	230	0.97	23,719
Total	1,211,034	48.65	225,197	9.05	573,134	23.02	451,182	18.12	28,882	1.16	2,489,429

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Tabla 2.

Crédito de Cajas de Ahorro al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

	Hoteles		Campings		Restaurantes		Establecimientos de Bebidas		Comedores Colectivos		Total Sector
Comunidad Autónoma	Total	%	Total	%	Total	%	Total	%	Total	%	
País Vasco	11,752	30.45	830	2.15	15,924	41.26	9,356	24.24	736	1.91	38,599
Castilla-La Mancha	17,590	34.46	1,368	2.68	14,379	28.17	17,454	34.20	251	0.49	51,040
C. Valenciana	23,604	24.42	5,362	5.55	34,913	36.12	31,545	32.64	1,222	1.26	96,646
Andalucía	40,035	33.63	3,039	2.55	42,128	35.39	31,712	26.64	2,114	1.78	119,028
Castilla-León	37,455	39.10	2,600	2.71	22,100	23.07	33,111	34.57	527	0.55	95,795
Extremadura	24,121	65.97	642	1.76	7,226	19.76	4,125	11.28	449	1.23	36,563
Baleares	181,252	69.43	26,716	10.23	30,788	11.79	20,503	7.85	1,796	0.69	261,055
Cataluña	97,559	37.88	14,290	5.55	94,442	36.67	47,642	18.50	3,613	1.40	257,546
Galicia	11,408	21.96	971	1.87	13,209	25.43	25,677	49.43	679	1.31	51,944
Aragón	19,480	30.77	1,968	3.11	17,590	27.79	23,244	36.72	1,023	1.62	63,304
La Rioja	7,414	62.94	21	0.18	2,198	18.66	2,146	18.22	0	0.00	11,779
Madrid	36,777	22.86	3,258	2.02	61,780	38.40	54,136	33.65	4,949	3.08	160,900
Murcia	4,678	16.14	329	1.14	9,951	34.34	13,669	47.17	350	1.21	28,976
Navarra	2,041	12.93	355	2.25	6,062	38.39	6,787	42.99	543	3.44	15,788
Asturias	3,096	29.26	731	6.91	2,767	26.15	3,869	36.56	120	1.13	10,583
Canarias	24,528	36.00	17,563	25.78	19,448	28.54	5,988	8.79	611	0.90	68,139
Cantabria	9,220	50.16	1,049	5.71	3,383	18.40	4,647	25.28	84	0.45	18,383
Total	552,010	39.83	81,092	5.85	398,288	28.74	335,610	24.21	19,067	1.38	1,386,067

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Tabla 3.

Crédito del Resto de Entidades al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

	Hoteles		Campings		Restaurantes		Establecimientos de Bebidas		Comedores Colectivos		Total Sector
Comunidad Autónoma	Total	%	Total	%	Total	%	Total	%	Total	%	
Andalucía	1,739	6.89	2,814	11.15	16,206	64.24	4,156	16.47	313	1.24	25,228
Aragón	10,343	50.52	73	0.36	4,511	22.04	5,357	26.17	188	0.92	20,471
Asturias	6,657	25.39	1,081	4.12	11,878	45.31	6,213	23.70	386	1.47	26,215
Baleares	12,802	31.44	423	1.04	15,386	37.79	10,609	26.06	1,493	3.67	40,713
Canarias	2,684	15.86	1,013	5.99	4,495	26.57	8,150	48.18	574	3.40	16,916
Cantabria	1,472	50.36	5	0.18	720	24.64	642	21.96	84	2.86	2,924
Castilla-La Mancha	27,911	62.65	11,100	24.92	2,851	6.40	2,637	5.92	52	0.12	44,551
Castilla-León	25,917	44.91	2,329	4.04	20,508	35.54	8,374	14.51	574	1.00	57,702
Cataluña	1,368	35.26	68	1.75	1,206	31.09	1,138	29.34	99	2.56	3,879
Extremadura	3,190	19.18	1,107	6.66	6,015	36.17	6,135	36.89	183	1.10	16,629
Galicia	172	23.57	0	0.00	308	42.14	251	34.29	0	0.00	731
La Rioja	4,166	10.21	298	0.73	20,712	50.74	13,616	33.35	2,031	4.98	40,823
Madrid	1,441	14.71	2,668	27.24	2,417	24.68	3,211	32.78	57	0.59	9,795
Murcia	4,297	25.57	908	5.41	7,017	41.77	4,412	26.26	167	0.99	16,801
Navarra	966	12.91	230	3.07	3,294	44.03	2,981	39.85	10	0.14	7,482
C. Valenciana	9,079	45.73	3,169	15.96	5,733	28.87	1,274	6.42	600	3.02	19,855
País Vasco	893	34.41	89	3.42	679	26.16	908	35.01	26	1.01	2,595
Total	115,097	32.58	27,374	7.75	123,936	35.08	80,064	22.66	6,839	1.94	353,309

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia.

Tabla 4.

Créditos al Sector Turístico por su Naturaleza 1996-2002

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

(Tasas de variación media anual acumulativa)

Comunidad Autónoma	Papel 2002	Papel 1996	Δ%	Corto 2002	Corto 1996	Δ%	Medio 2002	Medio 1996	Δ%	Largo 2002	Largo 1996	Δ%	Total 2002	Total 1996	Δ%
País Vasco	10,982	3,060	20.03	17,511	18,382	-0.69	19,593	14,863	4.03	296,845	131,852	12.29	344,931	168,156	10.81
Castilla-La Mancha	1,051	1,664	-6.36	14,826	12,987	1.91	18,749	11,107	7.77	151,460	83,554	8.87	186,086	109,311	7.90
C. Valenciana	20,584	8,193	14.07	87,789	50,643	8.18	64,773	30,244	11.49	859,560	249,910	19.30	1,032,707	338,990	17.25
Andalucía	44,290	18,961	12.88	141,460	101,038	4.92	88,391	63,826	4.76	1,073,973	340,538	17.83	1,348,113	524,363	14.44
Castilla-León	7,666	6,110	3.29	57,027	30,562	9.32	30,569	26,388	2.12	438,733	168,540	14.65	533,994	231,599	12.68
Extremadura	3,186	3,232	-0.20	10,986	7,512	5.58	10,227	8,636	2.44	147,949	56,425	14.76	172,349	75,805	12.45
Baleares	21,908	9,276	13.06	316,914	114,323	15.68	184,932	120,917	6.26	1,360,795	676,639	10.50	1,884,550	921,154	10.77
Cataluña	49,882	27,401	8.94	170,625	212,925	-3.11	147,578	95,119	6.48	1,203,521	575,394	11.12	1,571,606	910,839	8.10
Galicia	9,138	3,403	15.15	53,632	31,122	8.09	35,135	13,995	14.05	303,503	121,224	14.01	401,407	169,744	13.08
Aragón	2,974	3,403	-1.91	21,640	18,790	2.04	23,667	24,436	-0.46	216,482	112,613	9.79	264,762	159,243	7.53
La Rioja	991	343	16.38	6,020	1,855	18.31	3,243	2,733	2.48	55,356	23,766	12.84	65,611	28,697	12.54
Madrid	42,242	18,422	12.59	314,046	94,948	18.64	147,545	102,233	5.38	940,251	368,276	14.33	1,444,085	583,879	13.81
Murcia	3,140	5,556	-7.83	17,239	12,135	5.14	15,543	10,103	6.35	118,940	66,544	8.65	154,863	94,338	7.34
Navarra	2,978	2,879	0.48	11,724	9,776	2.63	28,979	10,149	16.17	130,609	56,778	12.64	174,290	79,581	11.85
Asturias	2,655	1,240	11.49	24,524	10,809	12.42	13,848	7,673	8.80	236,857	59,576	21.80	277,884	79,299	19.62
Canarias	22,137	18,805	2.36	125,722	67,481	9.30	84,841	38,124	12.11	1,088,414	291,655	20.70	1,321,113	416,065	17.95
Cantabria	1,633	797	10.80	8,057	6,443	3.24	8,694	5,672	6.29	94,869	49,034	9.89	113,253	61,946	9.00
Ceuta	0	0		51	0		122	0		1,208	0		1,380	0	
Melilla	6	0		0	0		6	0		547	0		558	0	
Sin Clasificar	0	0		17	237	-31.38	69	212	-14.74	586	671	-1.90	673	1,119	-7.01
Total	247,444	132,744	9.30	1,399,811	801,967	8.28	926,502	586,430	6.75	8,720,459	3,432,988	14.25	11,294,216	4,954,129	12.49

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Tabla 5.

Créditos al Sector Turístico por Tipos de Entidades 1996-2002

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

(Tasas de variación media anual acumulativa)

Comunidad Autónoma	Bancos			Cajas de Ahorro			Resto de Entidades			Total		
	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%
País Vasco	124,722	80,010	6.55	145,835	51,979	15.88	74,374	36,168	10.85	344,931	168,156	10.81
Castilla-La Mancha	52,863	36,950	5.25	104,569	53,557	10.03	28,654	18,805	6.20	186,086	109,311	7.90
Comunidad Valenciana	327,258	167,143	10.07	582,359	136,631	23.01	123,089	35,215	19.58	1,032,707	338,990	17.25
Andalucía	569,816	303,119	9.44	648,895	164,426	21.67	129,403	56,818	12.48	1,348,113	524,363	14.44
Castilla-León	229,488	97,529	13.00	252,608	111,555	12.39	51,898	22,516	12.67	533,994	231,599	12.68
Extremadura	39,666	27,124	5.58	125,323	45,087	15.72	7,360	3,595	10.78	172,349	75,805	12.45
Baleares	1,093,543	578,207	9.53	748,287	295,910	14.17	42,720	47,038	-1.37	1,884,550	921,154	10.77
Cataluña	689,105	519,715	4.11	789,867	333,757	13.10	92,635	57,368	7.09	1,571,606	910,839	8.10
Galicia	229,420	97,126	13.06	161,942	67,128	13.41	10,045	5,490	9.01	401,407	169,744	13.08
Aragón	79,945	62,127	3.67	145,475	74,227	10.09	39,342	22,889	8.05	264,762	159,243	7.53
La Rioja	22,102	18,508	2.57	33,616	8,813	21.08	9,893	1,376	32.55	65,611	28,697	12.54
Madrid	822,497	385,670	11.43	535,865	161,996	18.64	85,723	36,214	13.10	1,444,085	583,879	13.81
Murcia	70,205	46,675	6.01	67,753	36,728	9.14	16,905	10,935	6.42	154,863	94,338	7.34
Navarra	68,945	31,570	11.80	63,321	23,998	14.87	42,024	24,013	8.32	174,290	79,581	11.85
Asturias	161,738	47,214	19.23	90,934	22,364	22.19	25,212	9,720	14.59	277,884	79,299	19.62
Canarias	672,034	279,419	13.36	604,905	110,340	27.52	44,175	26,307	7.69	1,321,113	416,065	17.95
Cantabria	60,113	34,177	8.40	44,603	22,858	10.02	8,538	4,910	8.22	113,253	61,946	9.00
Ceuta	183	0		1,143	0		54	0		1,380	0	
Melilla	188	0		251	0		119	0		558	0	
Sin Clasificar	393	847	-10.38	194	126	6.34	86	146	-7.36	673	1,119	-7.01
Total	5,314,224	2,813,128	9.51	5,147,743	1,721,478	16.94	832,249	419,524	10.28	11,294,216	4,954,129	12.49

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Tabla 6.

Créditos al Sector Turístico por Subsectores 1996-2002

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

(Tasas de variación media anual acumulativa)

Comunidad Autónoma	Hoteles			Campings			Restaurantes			Establecimientos de Bebidas			Comedores Colectivos		
	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%
País Vasco	96,366	47,723	10.56	9,880	5,989	7.41	140,029	70,335	10.34	92,343	41,663	12.04	6,314	2,445	14.51
Castilla-La Mancha	54,422	33,703	7.09	11,527	2,128	27.30	59,347	31,827	9.31	58,800	40,408	5.50	1,990	1,245	6.93
Comunidad Valenciana	471,872	92,246	26.26	58,594	24,573	13.22	309,222	124,965	13.82	176,994	92,795	9.66	16,025	4,411	20.24
Andalucía	704,027	172,109	22.29	83,059	18,830	23.62	329,566	161,955	10.68	204,773	162,505	3.36	26,689	8,964	16.87
Castilla-León	207,176	78,361	14.90	28,122	10,527	15.07	122,695	55,563	11.98	170,570	84,693	10.52	5,430	2,455	12.01
Extremadura	98,600	37,776	14.69	7,035	1,356	26.51	31,045	20,262	6.29	33,138	15,331	11.64	2,530	1,079	12.95
Baleares	1,292,590	647,559	10.38	258,404	114,665	12.31	194,601	95,044	10.78	128,823	60,252	11.47	10,133	3,635	15.77
Cataluña	656,352	385,377	7.90	160,288	52,866	17.17	506,387	289,204	8.33	216,365	171,766	3.35	32,215	11,626	15.67
Galicia	148,887	37,943	21.57	17,075	3,832	23.80	105,166	54,010	9.99	121,026	71,499	7.81	9,253	2,460	20.83
Aragón	85,393	46,791	8.97	16,621	7,396	12.26	66,969	43,594	6.32	90,227	58,301	6.44	5,552	3,161	8.38
La Rioja	26,636	13,723	9.94	1,273	257	25.67	15,295	7,104	11.58	21,618	7,401	16.55	788	212	20.65
Madrid	666,566	177,614	20.80	35,306	9,408	20.80	473,350	231,594	10.75	228,468	144,995	6.71	40,395	20,267	10.35
Murcia	33,455	16,935	10.22	5,169	5,384	-0.58	58,673	33,768	8.21	54,872	36,445	6.02	2,694	1,805	5.89
Navarra	67,097	19,511	19.30	5,797	2,249	14.49	56,149	29,619	9.57	41,505	23,705	8.33	3,743	4,497	-2.59
Asturias	143,765	21,603	31.10	12,310	3,015	22.26	56,290	25,036	12.27	61,826	28,737	11.57	3,692	907	22.20
Canarias	845,667	192,608	23.53	181,111	98,452	9.10	218,158	88,943	13.68	61,678	32,937	9.38	14,500	3,126	24.51
Cantabria	49,901	24,920	10.43	8,298	3,484	13.20	29,963	15,089	10.30	23,864	17,887	4.20	1,227	565	11.73
Ceuta	13	0		0	0		531	0		826	0		11	0	
Melilla	118	0		0	0		221	0		219	0		0	0	
Sin Clasificar	0	0		0	338		444	454	-0.30	229	328	-5.02	0	0	
Total	5,648,904	2,046,502	15.61	899,869	364,747	13.77	2,774,101	1,378,369	10.51	1,788,163	1,091,650	7.30	183,179	72,861	14.08

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Tabla 7.

Créditos de los Bancos al Sector Turístico por Subsectores 1996-2002

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

(Tasas de variación media anual acumulativa)

Comunidad Autónoma	Hoteles			Campings			Restaurantes			Establecimientos de Bebidas			Comedores Colectivos		
	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%
País Vasco	33,009	30,078	1.34	4,825	1,371	19.69	48,088	25,611	9.42	36,681	21,699	7.79	2,119	1,250	7.83
Castilla-La Mancha	13,694	8,712	6.67	2,708	822	18.57	18,216	11,364	6.97	17,381	15,352	1.79	863	701	3.02
Comunidad Valenciana	131,030	49,407	14.95	24,119	16,602	5.48	108,834	59,637	8.97	57,108	38,941	5.62	6,167	2,556	13.41
Andalucía	336,307	104,370	18.19	15,878	14,429	1.38	123,355	81,043	6.18	85,356	99,652	-2.19	8,920	3,625	13.73
Castilla-León	105,912	24,895	22.98	9,130	5,707	6.94	47,548	25,999	9.01	65,271	39,964	7.26	1,628	963	7.79
Extremadura	16,208	9,776	7.49	1,682	469	20.02	10,345	8,828	2.29	10,553	7,739	4.53	877	313	15.88
Baleares	816,462	422,897	9.85	131,692	75,971	8.18	82,919	48,555	7.95	57,963	29,468	10.15	4,506	1,316	19.23
Cataluña	308,495	235,486	3.93	70,159	33,284	11.24	199,273	152,286	3.92	96,221	93,229	0.45	14,957	5,430	15.58
Galicia	84,228	23,055	20.33	7,575	2,606	16.46	63,779	34,827	9.03	69,058	35,351	10.04	4,779	1,286	20.63
Aragón	28,692	19,844	5.41	3,493	2,642	4.07	20,175	15,891	3.47	26,032	22,289	2.24	1,553	1,462	0.86
La Rioja	10,858	10,819	0.05	591	171	19.35	4,904	3,418	5.29	5,374	3,968	4.43	375	131	16.20
Madrid	385,637	140,700	15.49	18,916	5,389	19.65	291,420	147,355	10.23	102,314	81,078	3.38	24,210	11,147	11.72
Murcia	23,461	11,182	11.17	3,180	2,259	5.01	21,540	17,010	3.43	20,788	15,140	4.63	1,237	1,084	1.91
Navarra	37,014	8,550	23.29	1,106	388	16.14	18,108	10,098	8.70	10,831	9,040	2.62	1,885	3,494	-8.44
Asturias	94,119	14,469	30.67	4,753	817	28.61	30,855	14,565	11.32	30,136	16,945	8.57	1,875	418	23.90
Canarias	387,750	127,133	17.27	119,799	74,892	6.94	126,151	55,503	12.44	31,496	20,938	6.01	6,837	953	32.52
Cantabria	29,634	12,105	13.64	4,524	1,891	13.27	13,138	9,382	4.93	12,014	10,486	1.96	802	313	14.41
Ceuta	6	0		0	0		26	0		151	0		0	0	
Melilla	64	0		0	0		64	0		59	0		0	0	
Sin Clasificar	0	0		0	333		229	313	-4.33	164	202	-2.90	0	0	
Total	2,842,580	1,253,479	12.41	424,131	240,044	8.47	1,228,971	721,685	7.90	734,953	561,479	3.92	83,590	36,440	12.59

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Tabla 8.

Créditos de las Cajas de Ahorro al Sector Turístico por Subsectores 1996-2002

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

(Tasas de variación media anual acumulativa)

Comunidad Autónoma	Hoteles			Campings			Restaurantes			Establecimientos de Bebidas			Comedores Colectivos		
	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%
País Vasco	47,604	14,802	18.16	3,225	1,386	12.82	55,197	22,601	13.60	37,422	12,518	16.93	2,386	671	19.88
Castilla-La Mancha	31,917	16,925	9.49	8,415	1,235	31.54	32,368	16,027	10.56	31,105	19,042	7.26	764	328	12.85
Comunidad Valenciana	300,415	36,168	35.31	29,468	6,367	24.47	145,141	48,989	16.78	99,380	43,872	12.39	7,954	1,235	30.48
Andalucía	310,885	48,046	30.57	63,013	3,544	50.85	163,073	60,610	15.19	98,044	49,564	10.24	13,880	2,662	26.61
Castilla-León	88,405	48,142	9.07	11,690	2,516	24.54	62,181	23,872	14.66	87,097	36,239	13.35	3,235	786	22.39
Extremadura	80,248	26,599	17.09	4,850	847	28.31	17,916	10,229	8.34	20,702	6,705	17.47	1,607	706	12.47
Baleares	454,430	193,480	12.97	117,772	30,401	21.35	104,574	42,440	13.75	66,825	27,416	13.57	4,687	2,173	11.61
Cataluña	301,501	128,928	12.90	85,898	16,804	26.25	278,310	116,006	13.32	111,070	67,970	7.27	13,089	4,048	18.25
Galicia	63,285	12,740	25.73	9,212	1,104	35.40	38,017	18,074	11.21	48,703	34,394	5.10	2,726	817	18.79
Aragón	46,972	21,386	11.90	10,007	2,546	21.60	36,408	20,887	8.26	49,507	28,354	8.29	2,581	1,054	13.66
La Rioja	13,388	2,818	24.93	670	86	34.14	7,049	3,025	12.85	12,232	2,843	23.18	277	40	31.66
Madrid	235,025	33,436	32.13	15,046	3,595	22.69	159,345	64,214	13.86	115,819	54,691	11.31	10,629	6,060	8.36
Murcia	6,885	4,482	6.33	1,823	272	31.21	30,234	13,572	12.12	27,765	17,822	6.54	1,046	580	8.79
Navarra	17,824	4,114	23.30	3,700	877	22.83	21,118	9,241	12.53	19,374	8,974	11.62	1,305	792	7.40
Asturias	43,149	5,636	33.75	4,240	1,840	12.66	17,364	6,095	16.13	24,860	8,339	16.89	1,321	454	16.50
Canarias	439,623	53,158	35.23	57,722	20,136	16.24	77,278	26,372	16.60	25,344	9,513	15.02	4,938	1,160	23.00
Cantabria	18,246	11,137	7.31	3,140	1,326	13.11	12,771	4,558	15.86	10,096	5,621	8.73	349	217	7.03
Ceuta	6	0		0	0		462	0		664	0		11	0	
Melilla	18	0		0	0		143	0		90	0		0	0	
Sin Clasificar	0	0		0	0		173	50	19.29	21	76	-17.00	0	0	
Total	2,499,829	661,998	20.90	429,890	94,882	24.09	1,259,122	506,864	13.88	886,119	433,953	10.74	72,783	23,781	17.33

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

Tabla 9.

Créditos del Resto de Entidades al Sector Turístico por Subsectores 1996-2002

Saldos en miles de euros, valores constantes de 1992

(Tasas de variación media anual acumulativa)

Comunidad Autónoma	Hoteles			Campings			Restaurantes			Establecimientos de Bebidas			Comedores Colectivos		
	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%	2002	1996	Δ%
País Vasco	15,752	2,843	27.71	1,829	3,232	-7.81	36,744	22,122	7.52	18,240	7,446	13.65	1,809	524	19.35
Castilla-La Mancha	8,810	8,067	1.27	404	71	28.30	8,763	4,437	10.21	10,314	6,015	8.01	363	217	7.64
Comunidad Valenciana	40,426	6,670	29.36	5,007	1,603	17.67	55,247	16,340	19.01	20,506	9,982	10.83	1,904	620	17.38
Andalucía	56,836	19,692	16.35	4,168	857	25.35	43,137	20,302	11.37	21,373	13,290	7.02	3,889	2,677	5.48
Castilla-León	12,859	5,324	13.43	7,303	2,304	17.92	12,966	5,692	12.48	18,202	8,490	11.51	567	706	-3.07
Extremadura	2,144	1,402	6.26	504	40	43.43	2,783	1,205	12.70	1,883	887	11.35	46	60	-3.84
Baleares	21,698	31,182	-5.05	8,941	8,293	1.08	7,108	4,048	8.37	4,035	3,368	2.62	939	146	30.44
Cataluña	46,357	20,963	12.00	4,230	2,778	6.19	28,804	20,912	4.68	9,074	10,567	-2.15	4,170	2,148	9.94
Galicia	1,374	2,148	-6.18	288	121	13.18	3,370	1,109	17.21	3,265	1,754	9.28	1,748	358	25.43
Aragón	9,729	5,561	8.32	3,121	2,208	5.07	10,386	6,816	6.20	14,688	7,658	9.75	1,418	645	11.90
La Rioja	2,390	86	60.87	11	0		3,343	660	26.07	4,013	590	31.51	137	40	19.03
Madrid	45,904	3,479	44.56	1,343	423	17.93	22,585	20,025	1.73	10,334	9,226	1.63	5,556	3,060	8.89
Murcia	3,109	1,270	13.64	166	2,854	-33.38	6,899	3,186	11.67	6,319	3,484	8.88	411	141	16.49
Navarra	12,258	6,846	8.68	990	983	0.11	16,922	10,280	7.38	11,299	5,692	10.29	554	212	14.73
Asturias	6,498	1,497	23.33	3,318	358	37.45	8,071	4,376	9.14	6,830	3,453	10.23	495	35	45.84
Canarias	18,294	12,317	5.81	3,590	3,423	0.68	14,729	7,068	11.06	4,838	2,485	9.98	2,724	1,013	15.17
Cantabria	2,022	1,679	2.69	634	267	13.13	4,053	1,149	19.72	1,753	1,780	-0.22	76	35	11.67
Ceuta	0	0		0	0		43	0		11	0		0	0	
Melilla	35	0		0	0		13	0		70	0		0	0	
Sin Clasificar	0	0		0	5		42	91	-10.50	44	50	-1.97	0	0	
Total	306,495	131,025	12.91	45,848	29,821	6.34	286,009	149,820	9.68	167,092	96,218	8.20	26,806	12,639	11.34

Fuente: Central de Información de Riesgos del Banco de España y elaboración propia

ÍNDICE DE FIGURAS, CUADROS, GRÁFICOS Y TABLAS

BIBLIOTECA VIRTUAL MIGUEL DE CERVANTES

Figura 0.1.	Esquema general de la Memoria de tesis	10
Figura 1.1.	Capital riesgo	56
Figura 1.2.	Funcionamiento del sistema de garantías recíprocas en España . . .	67
Figura 1.3.	Esquema básico de una operación de aval por una SGR.	69
Figura 2.1.	Estructura financiera de la empresa	101
Figura 2.2.	La financiación ajena de la empresa	103
Figura 2.3.	Distribución del liderazgo de bancos y cajas de ahorro en crédito hostelero por comunidades autónomas en 2002	208
Figura 2.4.	Distribución por comunidades autónomas de la hotelería española en 2002	209
Figura 2.5.	Distribución por comunidades autónomas de campings en 2002 . .	210
Figura 2.6.	Distribución por Provincias de las plazas de turismo rural en 2002	211
Figura 2.7.	Distribución del liderazgo del crédito a alojamientos y restauración por comunidades autónomas en 2002	212
Figura 2.8.	El papel de los organizadores de viajes e intermediarios	229
Figura 3.1.	Volumen de inversión relativa y propiedad	276
Figura 3.2.	Distribución autonómica de la oferta de habitaciones de Sol Meliá	437
Figura 4.1.	Síntesis de la Memoria de Tesis. Resultados y Líneas de Investigación Futuras	520

Cuadro 1.1. Experiencias de fracasos en PYME de la UE 48
Cuadro 1.2. Síntesis de factores estructurales e iniciativas para neutralizarlos . 51
Cuadro 1.3. Evolución de las modalidades de desinversión 1998-2002 62
Cuadro 1.4. Distribución del riesgo vivo por entidades financieras 2002 67
Cuadro 1.5. Distribución del riesgo vivo por destino del aval 2002 68

Cuadro 2.1. Principales destinos turísticos del mundo por llegadas turísticas . . 90
Cuadro 2.2. Los 15 principales destinos turísticos del mundo 91
Cuadro 2.3. Los 15 países con mayores ingresos por turismo del mundo 92
Cuadro 2.4. Los hoteles en la UE. Año 2001 97
Cuadro 2.5. Cuota del sector turístico en el mercado crediticio 105
Cuadro 2.6. Contribución crediticia por tipo de entidad a la totalidad de los sectores económicos de España y al sector turístico 120
Cuadro 2.7. Créditos declarados al total de sectores y al sector turístico por el sistema crediticio 159
Cuadro 2.8. Resultados del Modelo AR(1) para Bancos. 163
Cuadro 2.9. Resultados del Modelo AR(1) para Cajas de Ahorro. 163
Cuadro 2.10. Proyección de la financiación de bancos y cajas de ahorro al sector hostelero 165
Cuadro 2.11. Financiación de bancos y cajas de ahorro a hoteles 168
Cuadro 2.12. Proyección de la financiación de bancos y cajas de ahorro a hoteles 171
Cuadro 2.13. Distribución autonómica de créditos, depósitos y oficinas de las entidades de depósito 1986-2002 173
Cuadro 2.14. Variación media anual regional del crédito, depósitos y oficinas entre 1986 y 2002 175
Cuadro 2.15. Créditos al sector turístico por comunidades autónomas 1986-1995 182
Cuadro 2.16. Crédito turístico por comunidades autónomas y subsectores en 1995 187
Cuadro 2.17. Cuota del sector turístico en el mercado crediticio 1996-2002 199
Cuadro 2.18. Participación de las empresas turísticas en la contratación bursátil 221
Cuadro 2.19. Principales magnitudes de las empresas turísticas cotizadas en bolsa 221
Cuadro 2.20. Las 10 principales cadenas hoteleras mundiales y cotización en bolsa 222
Cuadro 2.21. Principales tour operadores europeos 231
Cuadro 2.22. Factores de competitividad en el sector de la intermediación en viajes 232
Cuadro 2.23. Principales accionistas de My Travel Group 238
Cuadro 2.24. Principales accionistas de First Choice Holidays PLC 240
Cuadro 2.25. Proyectos hoteleros en los que participan inmobiliarias españolas (2001-2003) 251
Cuadro 2.26. Accionariado de las principales inmobiliarias españolas que participan en el sector hotelero 251
Cuadro 2.27. Comportamiento de los hoteles de las ciudades europeas en 2000 252
Cuadro 2.28. Distribución de las inversiones de Avenir Tourisme a 31 de diciembre de 2000 256
Cuadro 2.29. Principales participaciones de entidades de capital riesgo en hoteleras españolas 257

Cuadro 2.30. Distribución sectorial de la cartera de las entidades de capital riesgo en España 258

Cuadro 3.1. Paradigma ecléctico de la producción internacional 278
Cuadro 3.2. Las ventajas de propiedad, localización e internalización para las multinacionales del sector hotelero español 279
Cuadro 3.3. Participación extranjera en el sector hotelero español en 2000 y 2001 282
Cuadro 3.4. Principales cadenas hoteleras españolas en 2001 286
Cuadro 3.5. Oferta alojativa de las multinacionales hoteleras (2001) 287
Cuadro 3.6. Clasificación de multinacionales hoteleras por volumen de empleo que mantienen en 2001 289
Cuadro 3.7. Empresas del epígrafe 551 de CNAE-93 por estrato de asalariados y condición jurídica 290
Cuadro 3.8. Multinacionales hoteleras españolas por procedencia 291
Cuadro 3.9. Estructura de la propiedad de la empresa multinacional hotelera española 293
Cuadro 3.10. Distribución del número de habitaciones en el exterior de las cadenas hoteleras españolas internacionalizadas en 2001 302
Cuadro 3.11. Objetivos de los operadores, propietarios y prestamistas en los contratos de gestión 319
Cuadro 3.12. Régimen de explotación de los hoteles en el extranjero de las cadenas españolas internacionalizadas (2001) 324
Cuadro 3.13. Régimen de explotación de los hoteles en España de las cadenas españolas internacionalizadas (2001) 325
Cuadro 3.14. Presencia hotelera española en el extranjero 2001 331
Cuadro 3.15. Distribución de los hoteles de cadenas españolas por países en 2001 332
Cuadro 3.16. Diez principales compañías hoteleras en 1989 350
Cuadro 3.17. Diez principales compañías hoteleras en 2000 350
Cuadro 3.18. Cincuenta principales marcas hoteleras en 2000 355
Cuadro 3.19. Efectos para la empresa de la participación de la banca en su accionariado 356
Cuadro 3.20. Operaciones de toma de participación más importantes entre entidades de crédito y empresas hoteleras en el periodo 1998-2002 362
Cuadro 3.21. Diferentes modalidades de gestión de un establecimiento hotelero sin ser propietario 369
Cuadro 3.22. Diferentes tipologías de propietario 369
Cuadro 3.23. Estrategias de financiación en el proceso de internacionalización de la empresa hotelera española 375
Cuadro 3.24. Racionalidad de la teoría de la jerarquía financiera desde la óptica del gestor de una empresa 388
Cuadro 3.25. Preferencias de financiación a largo plazo de las empresas de acuerdo con la teoría de la clasificación jerárquica 388
Cuadro 3.26. Elasticidad del endeudamiento respecto al incremento porcentual del pasivo. 403
Cuadro 3.27. Número de empresas distribuidas según la media y la mediana. . . 404

Cuadro 3.28. Variables explicativas 413
Cuadro 3.29. Estimaciones de los modelos Probit para la decisión de endeudamiento. 414
Cuadro 3.30. Capacidad de predicción del modelo Probit tomando como referencia la media de la variable dependiente 415
Cuadro 3.31. Capacidad de predicción del modelo Probit tomando como referencia la mediana de la variable dependiente 415
Cuadro 3.32. Evolución histórica de Sol Meliá. 418
Cuadro 3.33. Expansión internacional de Sol Meliá (más de 350 hoteles en 30 países). 419
Cuadro 3.34. Accionistas de Sol Meliá 420
Cuadro 3.35. *Ranking* internacional de hoteleras 423
Cuadro 3.36. Presencia de Sol Meliá en España 438
Cuadro 3.37. Principales rasgos de Sol Meliá 439
Cuadro 3.38. Evolución histórica de NH Hoteles 442
Cuadro 3.39. Presencia mundial de NH Hoteles a 31 de marzo de 2002 443
Cuadro 3.40. Principales accionistas de NH Hoteles 444
Cuadro 3.41. Participaciones de NH Hoteles en otras empresas 452
Cuadro 3.42. Estructura de NH Hoteles en España por categoría 455
Cuadro 3.43. Presencia de NH Hoteles en España por comunidades autónomas . 455
Cuadro 3.44. Principales rasgos de NH Hoteles 456
Cuadro 3.45. Evolución histórica del Grupo Barceló 461
Cuadro 3.46. Presencia mundial de Barceló a 31 de diciembre de 2001 464
Cuadro 3.47. Principales accionistas del Grupo Barceló 466
Cuadro 3.48. Distribución de los hoteles del Grupo Barceló en España 472
Cuadro 3.49. Distribución de los hoteles del Grupo Barceló en España por categorías 472
Cuadro 3.50. Principales rasgos del Grupo Barceló 473
Cuadro 3.51. Evolución histórica de Hoteles Riu 475
Cuadro 3.52. Presencia mundial de Riu en 2003 476
Cuadro 3.53. Principales accionistas de Riu 477
Cuadro 3.54. Perfil histórico de Preussag AG (actualmente TUI AG) 478
Cuadro 3.55. Distribución de hoteles Riu en España. 483
Cuadro 3.56. Distribución de hoteles Riu en España por categoría del establecimiento 483
Cuadro 3.57. Principales rasgos de Hoteles Riu 484
Cuadro 3.58. Evolución histórica de Iberostar 488
Cuadro 3.59. Presencia mundial de Iberostar 489
Cuadro 3.60. Principales accionistas de Iberostar 490
Cuadro 3.61. Evolución histórica de Thomas Cook AG 491
Cuadro 3.62. Distribución de hoteles de Iberostar en España 496
Cuadro 3.63. Distribución de hoteles Iberostar en España por categoría del establecimiento 496
Cuadro 3.64. Principales rasgos de Iberostar 497
Cuadro 3.65. Esquema comparativo de las principales multinacionales hoteleras españolas 501

Gráfico 1.1.	Procedencia de los capitales totales en gestión, 2002	59
Gráfico 1.2.	Distribución porcentual de la inversión en 2000 y 2002 por tipo de operación	60
Gráfico 1.3.	Evolución del riesgo vivo 1997-2002	66
Gráfico 2.1.	Cuota de participación del turismo en el volumen de negocio del sector servicios Cuota de participación del turismo en el empleo del sector servicios Distribución del volumen de negocio turístico entre los distintos subsectores Distribución del empleo turístico entre los distintos subsectores . .	98
Gráfico 2.2.	Total de sectores en el mercado crediticio	106
Gráfico 2.3.	Cuota del sector turístico en el mercado crediticio (millones de euros)	107
Gráfico 2.4.	Cuota del sector turístico en el mercado crediticio (porcentajes) . .	118
Gráfico 2.5.	Contribución crediticia por tipo de entidad a la totalidad de los sectores económicos de España	121
Gráfico 2.6.	Contribución crediticia por tipo de entidad al sector turístico (porcentajes)	122
Gráfico 2.7.	Contribución crediticia por tipo de entidad al sector turístico (miles de euros)	122
Gráfico 2.8.	Contribución crediticia por tipo de entidad al total de sectores entre 1966 y 1985	125
Gráfico 2.9.	Contribución crediticia por tipo de entidad al sector turístico entre 1966 y 1985	127
Gráfico 2.10.	Créditos declarados autorizados por plazos de amortización al sector turístico	130
Gráfico 2.11.	Financiación al sector turístico por tipo de entidades	133
Gráfico 2.12.	Participación de la banca oficial en la financiación crediticia a largo plazo al sector turístico	134
Gráfico 2.13.	Evolución del crédito al conjunto de sectores productivos y al sector hostelero entre 1986 y 1995	137
Gráfico 2.14.	Cuota crediticia de la banca privada, las cajas de ahorro y el resto de entidades al sector turístico	139
Gráfico 2.15.	Créditos al sector turístico por plazos de amortización	140
Gráfico 2.16.	Evolución del crédito turístico por subsectores entre 1986 y 1995 .	141
Gráfico 2.17.	Evolución del crédito turístico por subsectores y entidades entre 1986 y 1995	143
Gráfico 2.18.	Cuota del sector turístico en el mercado crediticio	146
Gráfico 2.19.	Evolución de la participación del sector turístico en el mercado crediticio	146
Gráfico 2.20.	Crédito al sector turístico por tipo de entidad (porcentajes)	148

Gráfico 2.21. Crédito al sector turístico por tipo de entidad (miles de euros) . . . 148
Gráfico 2.22. Crédito al sector turístico por tipo de entidad en 2002 149
Gráfico 2.23. Créditos declarados al sector turístico por plazos de amortización 150
Gráfico 2.24. Créditos declarados al sector turístico por plazos de amortización en 2002 151
Gráfico 2.25. Estructura del crédito turístico por subsectores (porcentajes) 154
Gráfico 2.26. Estructura del crédito turístico por subsectores (miles de euros) . . 154
Gráfico 2.27. Estructura del crédito turístico por subsectores en 2002 155
Gráfico 2.28. Estructura del crédito turístico por subsectores y entidades en el periodo 1996-2002 (porcentajes) 157
Gráfico 2.29. Estructura del crédito turístico por subsectores y entidades en el periodo 1996-2002 (miles de euros) 158
Gráfico 2.30. Financiación Turística por los bancos 160
Gráfico 2.31. Financiación Turística por las cajas de ahorro 161
Gráfico 2.32. Financiación Bancos-Cajas 162
Gráfico 2.33. Financiación Bancos-Sector Hostelero (datos observados y proyección futura) 164
Gráfico 2.34. Financiación Cajas-Sector Hostelero (datos observados y proyección futura) 166
Gráfico 2.35. Proyección Financiación Bancos-Cajas 167
Gráfico 2.36. Financiación Bancos-Cajas a hoteles 169
Gráfico 2.37. Proyección Financiación Bancos-Cajas a hoteles 170
Gráfico 2.38. Distribución autonómica de créditos, depósitos y oficinas de las entidades de depósito 1986-2002 174
Gráfico 2.39 Créditos al sector turístico por comunidades autónomas 1986-1995 183
Gráfico 2.40. Créditos al sector turístico por comunidades autónomas y entidades 1986-1995 185
Gráfico 2.41. Crédito turístico por comunidades autónomas y subsectores en 1995 189
Gráfico 2.42. Crédito de bancos al sector turístico por comunidades autónomas y subsectores en 1995 191
Gráfico 2.43. Crédito de cajas de ahorro al sector turístico por comunidades autónomas y subsectores en 1995 192
Gráfico 2.44. Crédito del resto de entidades al sector turístico por comunidades autónomas y subsectores en 1995 193
Gráfico 2.45. Estructura de capital de Accor 224

Gráfico 3.1.	10 Grupos españoles más internacionalizados en 2001 por porcentaje de habitaciones en el exterior	299
Gráfico 3.2.	Curvas de Lorenz de la oferta hotelera española en el exterior . . .	300
Gráfico 3.3.	Distribución de la oferta alojativa en el exterior en 2001 entre las principales cadenas hoteleras.	301
Gráfico 3.4.	Elasticidad del endeudamiento respecto al incremento porcentual del pasivo	402
Gráfico 3.5.	Diversificación del número de habitaciones de Sol Meliá por área geográfica	423
Gráfico 3.6.	Distribución del número de habitaciones de Sol Meliá por tipo de contrato	424
Gráfico 3.7.	Distribución del número de habitaciones de Sol Meliá por categoría del establecimiento	424
Gráfico 3.8.	Distribución del número de hoteles de Sol Meliá entre mercado urbano y vacacional	425
Gráfico 3.9.	Diversificación de la clientela de Sol Meliá por país de procedencia	425
Gráfico 3.10.	Distribución de hoteles de NH por régimen de explotación	441
Gráfico 3.11.	Distribución geográfica de los hoteles del Grupo Barceló	464
Gráfico 3.12.	Distribución de los hoteles del Grupo Barceló por régimen de explotación	465
Gráfico 3.13.	Distribución de los hoteles del Grupo Barceló por categorías	469

Anexo:

Tabla 1. Créditos de Bancos al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995 565
Tabla 2. Créditos de Cajas de Ahorro al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995 566
Tabla 3. Créditos del Resto de Entidades al Sector Turístico por Comunidades Autónomas y Subsectores en 1995 567
Tabla 4. Créditos al Sector Turístico por su Naturaleza 1996-2002 568
Tabla 5. Créditos al Sector Turístico por su Tipos de entidades 1996-2002 . 569
Tabla 6. Créditos al Sector Turístico por Subsectores 1996-2002. 570
Tabla 7. Créditos de los Bancos al Sector Turístico por Subsectores 1996-2002 571
Tabla 8. Créditos de las Cajas de Ahorro al Sector Turístico por Subsectores 1996-2002 572
Tabla 9. Créditos del Resto de Entidades al Sector Turístico por Subsectores 1996-2002 573

MIGUEL DE CERVANTES