

Document downloaded from the institutional repository of the University of Alcalá: <http://dspace.uah.es/>

This is a postprint version of the following published document:

Crespo Espert, J.L., Crecente Romero, F. & Mir Fernández, C. 2014, "Gobierno corporativo de las sociedades no cotizadas desde la perspectiva de la economía financiera", En: *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas (Santiago Hierro Anibarro)*, 978-84-15948-82-7, pp. 247-324.

© 2014 Marcial Pons

© 2014 Santiago Hierro Anibarro

© Los Autores

(Article begins on next page)



This work is licensed under a

Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives
4.0 International License.

GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES NO COTIZADAS DESDE LA PERSPECTIVA DE LA ECONOMÍA FINANCIERA

José Luis Crespo Espert

Profesor titular de Economía financiera y contabilidad
Investigador del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES)
Departamento de Economía y Dirección de Empresas
Universidad de Alcalá

Fernando Crecente Romero

Profesor ayudante doctor de Organización de empresas
Investigador del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES)
Departamento de Economía y Dirección de Empresas
Universidad de Alcalá

Carlos Mir Fernández

Profesor contratado doctor de Economía financiera y contabilidad
Departamento de Economía y Dirección de Empresas
Universidad de Alcalá

I. INTRODUCCIÓN

El estudio del gobierno corporativo en las sociedades no cotizadas presenta claras diferencias con respecto a este mismo objeto de estudio en las empresas cotizadas. Adoptar un enfoque multidisciplinar es necesario para abarcar la variedad de aspectos que inciden en él. Entre estas disciplinas están: economía, organización de empresas, finanzas, derecho y contabilidad (DURISIN Y PUZONE, 2009). No obstante, en la investigación académica dos áreas de conocimiento tienen especial relevancia a la hora de establecer los mecanismos más adecuados: el derecho privado, especialmente el derecho mercantil, y la economía financiera.

La relevancia del derecho mercantil se justifica por la necesidad de que la mayoría de los mecanismos de control y actuación del gobierno corporativo deben incorporarse en contratos y códigos de conducta.

La importancia de la economía financiera se debe a que el resultado de establecer unos u otros instrumentos se materializará necesariamente de manera cuantitativa en el valor del desempeño económico y financiero de la empresa. Desempeño y resultados que se deberá a que la estructura de gobernanza adoptada permita adoptar las mejores decisiones estratégicas y, más específicamente, de inversión y financiación de la empresa y, por tanto, de composición de su activo y pasivo.

El aspecto principal en el que se ha centrado la investigación económica en el caso de las empresas cotizadas ha sido el diseño de mecanismos de control del equipo directivo por parte de los accionistas. En estas empresas existe, en mayor medida que en las no cotizadas, una separación entre los directivos que toman las decisiones y los propietarios de un capital que, usualmente, está más disperso entre un número elevado de accionistas. Por tanto, estos últimos tienen como una de sus principales

preocupaciones que el equipo gestor adopte las mejores decisiones para maximizar el valor de la inversión que han realizado en la empresa.

Para dar respuesta a esta situación, la literatura académica ha tratado extensamente cuál debe ser la mejor composición del Consejo de Administración (equilibrio entre consejeros representantes de la propiedad, consejeros externos, consejeros ejecutivos y directivos, etc.). Otros temas a los que la investigación ha prestado especial atención han sido el funcionamiento del mercado financiero como mecanismo de control de las decisiones ejecutivas, la incidencia de la estructura de propiedad y de poder en la toma de decisiones de financiación e inversión, el análisis de las relaciones de agencia y de sus costes en un contexto de información asimétrica, así como el diseño de incentivos y compensación de directivos, entre los más importantes.

El objetivo común de la investigación en gobierno corporativo es diseñar los mecanismos que permitan garantizar un rendimiento adecuado a quien aporta financiación a la empresa. Para que dicho objetivo pueda ser alcanzado, se debe evitar la apropiación indebida de parte del beneficio por los gestores (GONZÁLEZ, 2013). Si se produce, los intereses de los accionistas, acreedores financieros, administraciones públicas o de otros grupos se verán dañados. Cuanto más efectivo sean los instrumentos con que se dote el gobierno corporativo de la empresa, mayor será su capacidad de mejorar su financiación.

Para las sociedades no cotizadas, UHLANER ET AL. (2007) señala que en la adopción de las decisiones sobre el gobierno empresarial hay que tener especialmente presente la incidencia de la fase del ciclo de vida de la empresa, las características del sector donde operan, la estructura de propiedad y el grado de especialización de sus productos o servicios.

Dentro del conjunto de empresas no cotizadas existe una gran heterogeneidad. Así, por ejemplo, las necesidades de buen gobierno de una pequeña empresa recién creada no son las mismas que las de una ya consolidada, que esté planeando el salto a cotizar en algún mercado financiero. Igualmente, difieren aquellas que compiten en sectores innovadores de las nuevas tecnologías con aquellas que, por ejemplo, se desenvuelven en un mercado ya maduro, como podría ser el de la distribución comercial. Respecto a la estructura de propiedad de la empresa existirán necesidades de gobierno corporativo diferentes entre las que son propiedad de un solo emprendedor, o de un pequeño grupo familiar, a las que estén participadas por inversores institucionales, como son fondos o entidades de capital riesgo.

Por otro lado, el contexto institucional, que recoge distintas tradiciones económicas y legales propias de cada país, es un factor que influye a la hora de adoptar recomendaciones o normativas sobre el tema. Contexto que se ve a su vez influenciado por la situación coyuntural y, sobre todo, estructural de la economía. Los posibles códigos de gobierno corporativo que se vayan desarrollando deben ser lo suficientemente flexibles para adaptarse a las diferentes características que tengan estas empresas en los puntos señalados.

La mencionada influencia de la situación de la economía adquiere, si cabe, mayor importancia en una etapa tan recesiva como la actual. En este sentido, la Comisión Europea consideró a mediados de 2012 que los desequilibrios macroeconómicos

acumulados por economía española eran uno de los más severos de la Unión Europea (UE), aunque no los calificó como excesivos (COMISIÓN EUROPEA, 2012). Esta situación exigía ser afrontada con urgencia y tomar las medidas y realizar las reformas que fueran necesarias (BANCO DE ESPAÑA, 2012). La UE define los desequilibrios macroeconómicos como “cualquier tendencia que da lugar a una evolución macroeconómica que afecta o puede afectar negativamente al correcto funcionamiento de la economía de un Estado miembro de la Unión Económica y Monetaria o de la UE” y los desequilibrios excesivos “son aquellos desequilibrios graves, porque comprometen o pueden comprometer el correcto funcionamiento de la UEM (PARLAMENTO EUROPEO Y CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA, 2012).

La vigilancia de estos desequilibrios por parte de las autoridades europeas tiene como objetivo prevenir su aparición, corregir los existentes y detectar o evitar la pérdida de competitividad de cada país o del conjunto de la Unión. Como señala MATEA (2012), algunas lecciones aprendidas de la actual crisis son la necesidad de vigilar el cumplimiento presupuestario y el crecimiento del endeudamiento público y privado de los países, coordinar las diversas políticas económicas, considerar la estrecha relación que existe entre los problemas macroeconómicos, financieros y fiscales, así como prevenir la inadecuada evolución de la demanda interna y de costes y precios que pudieran tener una incidencia adversa sobre la competitividad. En definitiva, se hace imprescindible reforzar los mecanismos de gobernanza europeos y del sistema financiero (CENTRAL BANK GOVERNANCE GROUP, 2009). En este contexto, también hay que adoptar medidas para desarrollar la gobernanza de las empresas. Es decir, compaginar las actuaciones macroeconómicas y microeconómicas.

OWENS (2008) señala que el buen gobierno corporativo es un elemento clave para mejorar la eficiencia de la economía, el crecimiento y la confianza de los inversores. Afirma, también, que el gobierno de las empresas es sólo una parte de un contexto económico mayor que incluye las políticas macroeconómicas, el marco legal y fiscal y la competencia en el mercado. En la relación entre empresa y economía, no se puede olvidar que las primeras deben actuar con responsabilidad y contribuir a desarrollar, en sí mismas y en la comunidad donde operan, mayor conciencia ética, preocupación por la conservación del medioambiente y las necesidades sociales. Todo ello, concluye, que tiene impacto en la reputación de las empresas y en su éxito en el largo plazo, lo que mejora el funcionamiento de la economía de mercado.

En el presente capítulo se estudia la cuestión del gobierno corporativo de las sociedades no cotizadas desde la perspectiva de la economía financiera. Se comienza describiendo el contexto macroeconómico de España en la última década y el efecto de la crisis en las sociedades no cotizadas. De esta forma, se establecen las coordenadas dentro de las cuales deben tomarse las decisiones de gobierno de las empresas. Dentro del amplio abanico de cuestiones sobre las que las empresas toman dichas decisiones se analizan principalmente las de tipo financiero. En concreto, se estudia los fundamentos de la toma de decisiones financieras, los conflictos y alineación de intereses, las limitaciones financieras en las sociedades no cotizadas, el papel de la financiación bancaria y de los Consejos de Administración como instrumentos de control empresarial, la importancia de una buena información contable, el diseño de incentivos, los mecanismos de control externo de las empresas no cotizadas, la relación entre gobierno corporativo, responsabilidad social empresarial, fiscalidad e indicadores económicos, financieros y sociales para la evaluación del desempeño de la empresa y el gobierno corporativo en

las empresas cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), como posible referencia para las sociedades no cotizadas.

II. CONTEXTO MACROECONÓMICO EN ESPAÑA, 2002-2012

El contexto macroeconómico actual es consecuencia de los desequilibrios que la economía fue acumulando durante la etapa de expansión previa a la crisis y a un contexto internacional muy desfavorable. La consecuencia más evidente de entrar en una profunda recesión económica es el tremendo incremento experimentado por el desempleo, consecuencia de la destrucción de una parte importante del tejido empresarial.

Para analizar dicho contexto se han elegido las principales variables macroeconómicas que la Comisión Europea en 2010 determinó dentro del *Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP). El MIP es un mecanismo de vigilancia que pretende identificar los riesgos macroeconómicos potenciales, evitar su aparición y corregir los desequilibrios que ya se estén produciendo.

Como establece la Comisión Europea (2011), los indicadores por los que se optó, y que son los que aquí se examinan, cubren tanto la detección de desequilibrios internos como externos. Los primeros incluyen aquellos que pueden surgir de la evolución y cuantía de la deuda pública y privada, la evolución del precio de la vivienda, el flujo de crédito al sector privado y el desempleo. Los segundos son los que pueden derivarse de la evolución de la balanza por cuenta corriente, de la posición de inversión neta, los tipos de cambio efectivos reales, la cuota en las exportaciones mundiales y de los costes laborales unitarios nominales.

1. PIB, empleo y tejido empresarial.

La pertenencia de España a la Unión Económica y Monetaria (UEM) y un entorno macroeconómico internacional relativamente estable, facilitó en los años anteriores a la crisis la entrada sin restricciones de capitales a nuestro país, una reducción de los tipos de interés y la eliminación del riesgo de tipo de cambio en gran parte de las transacciones comerciales internacionales. Al mismo tiempo, se fueron equilibrando las finanzas públicas, se moderó el incremento de los precios y se acometieron, entre otras, medidas liberalizadoras en la economía. Estas circunstancias favorecieron el aumento de la inversión y consumo, ello impulsó el crecimiento del PIB y el descenso del desempleo (cuadro 1), aunque con un saldo negativo en el comercio exterior (ORTEGA Y PEÑALOSA, 2012 y ESTRADA, JIMENO Y MALO DE MOLINA, 2009). El crecimiento de la economía propició un importante aumento en el número de autónomos y empresas y sirvió como atractivo para la llegada de emigrantes y para una mayor incorporación de la mujer al mercado de trabajo. De esta forma, aumentó la proporción que representa la población en edad de trabajar y se dieron significativos incrementos en las tasas de empresarialidad, actividad y ocupación, pero muy ligeramente en la de productividad (CARDOSO, 2013).

Cuadro 1: PIB real y desempleo

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tasa de variación anual del PIB real (en volumen, datos anuales)	-	3,1	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
Tasa de desempleo (datos anuales)	11,4	11,4	10,9	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	21,7	25,0

Fuente: Eurostat y elaboración propia

En concreto, durante la primera mitad de la última década, la economía española experimentó incrementos crecientes del PIB real entre el 3,1 por 100 y 4,1 por 100. Esta favorable evolución significó que el número de empresas en España creciese entre 2002 y 2007 un 23,1 por 100. El mayor porcentaje de variación lo experimentaron las empresas de mayor dimensión: las de mil o más trabajadores aumentaron un 45 por 100 y las de 500 o más asalariados un 31,5 por 100. Este dato tan positivo referido a las grandes empresas permite al tejido empresarial ser más competitivo en los mercados internacionales si se produce en las ramas de actividad adecuadas. Por su parte, el número de pymes creció más de un 20 por 100 y las empresas sin asalariados y autónomos un 19,7 por 100 (cuadro 2).

Cuadro 2: Empresas españolas por tamaños

Año	Empresas (en %)						
	Total empresas	Sin asalariados	de 1 a 9 asalariados	de 10 a 49 asalariados	de 50 a 499 asalariados	de 500 a 999 asalariados	de 1000 o más asalariados
2002	2 710 400	52,59	41,34	5,18	0,85	0,030	0,020
2007	3 336 657	51,13	42,90	5,08	0,83	0,032	0,023
2012	3 199 617	55,16	40,27	3,82	0,70	0,029	0,024
Variación 2002/07	23,11	19,7	27,8	20,8	20,9	31,5	45,0
Variación 2007/12	-4,11	3,4	-10,0	-28,0	-19,4	-12,8	-1,1

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Correlativamente, en el mercado laboral se produjo una importante reducción de las tasas de desempleo, de un 11,4 por 100 de la población activa en 2002 bajó al 8,3 por 100 en 2007. Sin embargo, con la llegada de la crisis esta tendencia se rompió y el tímido crecimiento del 0,9 por 100 del PIB real en 2008, aunque estuvo acompañado de un leve incremento del número de empresas, significó que la tasa de desempleo creciese tres puntos.

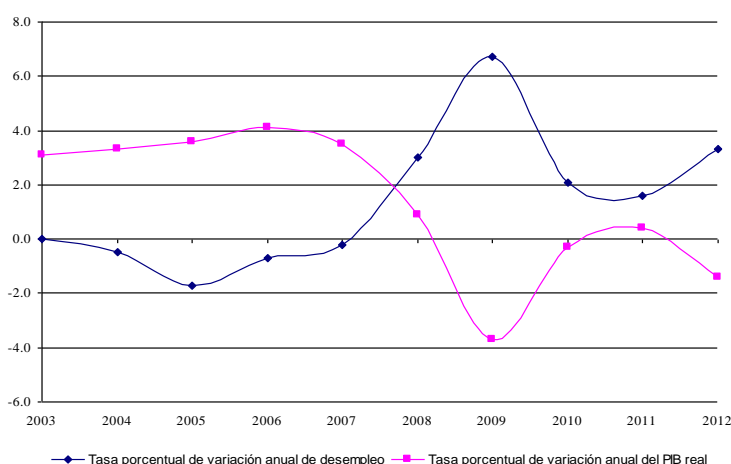
En esta etapa expansiva, aproximadamente una tercera parte del valor añadido generado fue debido al sector inmobiliario. En él se crearon el mayor número de empresas y puestos de trabajo. Este sector ha vivido una burbuja especulativa y es difícil que pueda volver a convertirse en motor de la economía en mucho tiempo, algo que, por otro lado, tampoco es deseable, no daría el impulso de competitividad y productividad que requiere la economía española. Ya en la crisis y pinchada la burbuja inmobiliaria también ha sido en este sector donde más empresas han cerrado y puestos de trabajo se han destruido.

Para el conjunto de los sectores económicos, desde 2007 a 2012, el número total de empresas ha disminuido un 4,1 por 100. Esta caída se ha producido en todos los tamaños de empresas con asalariados y su porcentaje se ha reducido un 12 por 100. Por su parte, el número de empresas sin asalariados ha aumentado un 3,4 por 100. El aumento en estas últimas, dentro del cual están incluidos los autónomos, muestra como parte de los trabajadores por cuenta ajena que han quedado desempleados y de empresarios que han tenido que despedir a sus plantillas han optado por continuar su ocupación por cuenta propia y en solitario.

La crisis ha afectado en número sobre todo a las microempresas y en porcentaje a las empresas entre 10 y 999 trabajadores y ha hecho que en 2012 respecto a 2007 haya un 28 por 100 menos de pequeñas empresas, un 19,4 por 100 de empresas entre 50 y 499 trabajadores y un 12,8 por 100 de las que tienen entre 500 y 999. Es decir, los efectos de la crisis se han hecho sentir en mayor medida en empresas, que por su menor tamaño, son más frágiles para resistir los cambios económicos, comerciales o financieros producidos en su entorno.

Desde el punto de vista del empleo, el crecimiento negativo acumulado del PIB desde 2009 a 2012 se ha traducido en que el número de desempleados en España en 2012 sea la cuarta parte de la fuerza laboral. El gráfico 1 muestra la estrecha relación entre la tasa de variación anual del PIB real y la tasa porcentual de variación del desempleo.

Gráfico1: Evolución PIB real y desempleo



Fuente: Eurostat y elaboración propia

La dinámica en el número de empresas ha dado lugar a que en 2012 el tejido empresarial español quedase constituido por casi tres millones doscientas mil empresas, principalmente unidades productivas de pequeña dimensión, de las que el 55,2 por 100 no contaban con asalariados, el 40,3 por 100 con menos de diez y 3,8 por 100 con menos de cincuenta. Es decir, el 95,5 por 100 eran microempresas o autónomos y sólo el 0,75 medianas o grandes empresas. Esta composición del entramado empresarial por tamaños justifica que las distintas medidas y políticas económicas que se lleven a cabo en materia de empresa y empleo deben poner especial foco en la promoción de nuevos emprendimientos y en el apoyo a autónomos y microempresas. Igualmente, deben tratar de facilitar el crecimiento empresarial para favorecer la competitividad en el exterior.

Por su parte, la tasa de desempleo no se reparte equitativamente entre edades y sexos. El desempleo de menores de veinticinco años en 2012 más que duplicó la media, el de las mujeres es mayor que el de los hombres para mayores de esa edad y más reducido para menores, por lo que en el conjunto nacional el desempleo de mujeres se sitúa en torno a un punto por encima del de los hombres (cuadro 3). No obstante, la diferencia en la tasa de desempleo entre ambos sexos disminuye a medida que se alarga la duración de la crisis, como reflejan los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) del Instituto Nacional de Estadística (INE).

Cuadro 3: Tasa de desempleo por edades y sexo

Total	Menores de 25 años	Mayores de 25 años
-------	--------------------	--------------------

	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
EU-27	10,7	10,7	10,8	23,4	23,9	22,8	9,3	9,2	9,5
EA -17	11,8	11,7	12,0	24,0	24,3	23,6	10,5	10,3	10,7
España	26,1	25,7	26,6	55,4	56,3	54,4	23,8	23,3	24,3

Datos sin desestacionalizar, diciembre de 2012

Fuente: Eurostat y elaboración propia

El tremendo número de empresas que han cerrado y de puestos de trabajo que se han perdido deben valorarse con mayor gravedad por la pérdida de capital organizacional, humano y social que representan (GIL-LA CRUZ Y GIL-LA CRUZ, 2006). Pérdidas que crecen más rápidamente a medida que se alarga el tiempo durante el que el emprendedor que ha perdido su empresa, el trabajador que ha perdido su empleo o el joven que todavía no ha encontrado su primera oportunidad, no pueden aplicar sus habilidades y competencias. El quebranto para la sociedad aumenta porque el emprendedor o trabajador formado académica y profesionalmente, con conocimientos y experiencia, tiene que emigrar motivado por la baja expectativa de poder retomar su actividad laboral o empresarial en el futuro. No obstante, esta movilidad internacional, aunque forzosa por deberse a una necesidad económica, también puede considerarse, en un mundo globalizado, como un factor de desarrollo de capital humano y social a largo plazo y ayuda corregir determinados desequilibrios económicos y sociales actuales.

2. Desequilibrios macroeconómicos

El pronunciado cambio ocurrido en la evolución del PIB, y que se ha evidenciado tan drásticamente en la contracción del tejido empresarial y el incremento del desempleo, ha sido debido, además de por una crisis especialmente virulenta a escala internacional, a la acumulación de pronunciados desequilibrios macroeconómicos generados e interrelacionados durante la etapa expansiva que la ha precedido (ORTEGA Y PEÑALOSA, 2012 y ESTRADA, JIMENO Y MALO DE MOLINA, 2009). Entre ellos, destaca la continuada y creciente necesidad de financiación exterior para sustentar un rápido crecimiento que se ha manifestado que estaba construido sobre bases poco sólidas.

La financiación exterior requerida por la economía española durante la última década está reflejada en la evolución del saldo agregado de la balanza por cuenta corriente y de capital (cuadro 4). De forma permanente ha existido un déficit que pasó del 2,2 por 100 del PIB en 2002 al 9,6 por 100 en 2007. Desde ese máximo, la necesidad de financiación ha continuado, pero se ha reducido hasta el 0,5 por cien en 2012.

Cuadro 4: Principales indicadores de desequilibrios macroeconómicos, Eurostat

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Balanza por cuenta corriente más balanza de capital en % del PIB (datos anuales)	-2,2	-2,5	-4,2	-6,5	-8,3	-9,6	-9,1	-4,4	-3,9	-3,2	-0,5
Cuota en% de las exportaciones mundiales (datos anuales)	2,3	2,5	2,4	2,3	2,2	2,3	2,2	2,2	2,0	2,0	1,9
Tipo de cambio efectivo real, 16 socios comerciales (cambio porcentual 3 años, datos anuales)	2,9	2,6	3,2	3,3	3,8	3,6	3,1	1,1	1,0	0,4	-
Tipo de cambio efectivo real, 36 socios comerciales (cambio porcentual 3 años, datos anuales)	1,0	8,8	9,7	7,9	4,3	4,2	6,2	5,0	0,8	-1,3	-
Índice de coste laboral unitario nominal (base 2005)	-	-	-	100	103,1	107,4	113,4	114,9	112,7	111,0	107,5
Deuda privada en % del PIB (consolidado, datos anuales)	121,2	131,6	143,1	160,8	184,9	200,3	206,4	213,7	214,2	206,8	195,6

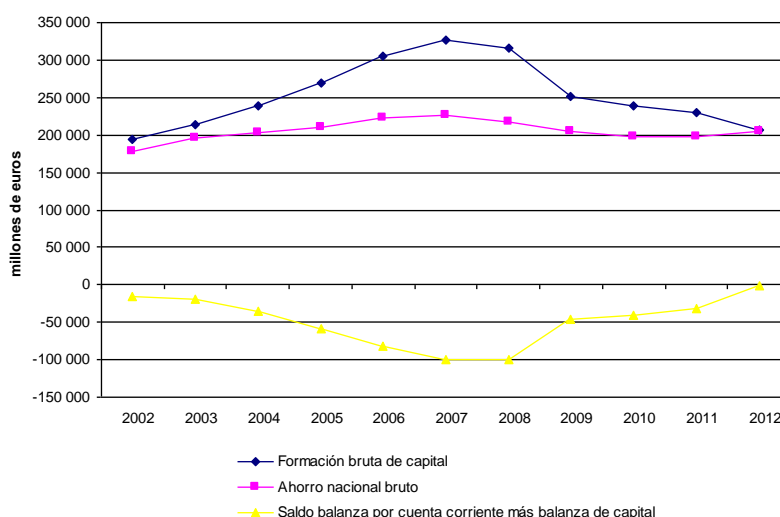
Flujo de crédito al sector privado en % del PIB (consolidado, datos anuales)	15,4	17,9	20,1	27,6	36	26,8	12,4	-1,6	1,1	-4,6	-10,6
Deuda pública bruta (datos anuales) en % del PIB	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3	85,4
Apalancamiento del sector financiero en porcentaje (deuda sobre fondos propios)	380,2	365,4	370,2	405,5	432,7	536,0	859,6	761,4	910,2	941,2	-
Posición de inversión internacional neta en % del PIB (datos anuales)	-41,6	-45,2	-51,9	-55,6	-65,8	-78,1	-79,3	-93,7	-88,9	-91,8	-91,4

Fuente: Eurostat (datos a 30/09/2013) y elaboración propia

La persistencia de este déficit se ha traducido en que el ahorro nacional bruto desde 2002 a 2007 creció a ritmo mucho menor que la formación bruta de capital o inversión (dentro de la que se incluye la inversión en construcción residencial) y que, desde entonces, la cantidad de ahorro no ha sido suficiente para cubrir la inversión, a pesar de que ésta ha experimentado una drástica reducción desde 2007. Mientras que en 2002 el ahorro generado por la economía española cubría el 91,7 por 100 de la inversión realizada, en 2007 sólo se pudo financiar el 69,1 por 100 de los más de 326.236 millones de euros. El crecimiento de la formación bruta de capital en ese lustro fue del 68 por 100 y el del ahorro, tan sólo, del 26,6 por 100. Desde 2007, la caída de la inversión ha propiciado el incremento del porcentaje de su cobertura con el ahorro interno hasta prácticamente igualarlo en 2012. En este último lustro, la formación bruta de capital se ha reducido un 36,7 por 100 y el ahorro un 9,2 por 100 (grafico 2).

Al separar las necesidades de financiación en el saldo por cuenta corriente y de capital, se observa que el déficit es debido al saldo por cuenta corriente, el saldo de capital es positivo durante todo el periodo. Este último incluye las transferencias internacionales y la adquisición o enajenación de activos no producidos y no financieros, su principal componente son las transferencias de capital con la Unión Europea de las que España se beneficia en términos netos.

Gráfico 2: Capacidad/necesidad de financiación de la economía

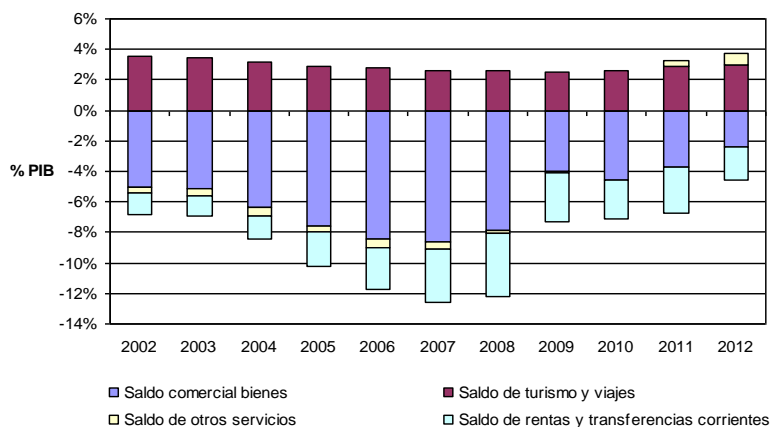


Fuente: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

El saldo de la balanza por cuenta corriente recoge los saldos de las balanzas comerciales de bienes y servicios y de las balanzas de rentas y transferencias corrientes. De estos componentes, únicamente el que corresponde a la balanza de servicios es positivo durante todo el periodo que va de 2002 a 2012. Si se desagrega este saldo en el que es

debido a otros servicios y el correspondiente a turismo y viajes se observa que el primero ha permanecido negativo, en un porcentaje medio del 0,5 por 100 del PIB hasta 2009, año a partir del cual empieza a crecer hasta alcanzar un saldo positivo del 0,8 por 100 del PIB. Por el contrario, el saldo de turismo y viajes ha resultado positivo durante todo el periodo, pero decreció desde 2002 hasta 2007 para volver a crecer al final del periodo. En 2002 representaba un 3,5 por 100 del PIB y en 2007 tan sólo el 2,6 por 100, porcentaje que aumenta en 2011 hasta el 2,9 por 100 y que gana una décima más en 2012 (gráfico 3).

Gráfico 3: Componentes de la balanza por cuenta corriente



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

El saldo negativo conjunto de las balanzas de rentas y transferencias corrientes, es decir, el derivado principalmente del cobro y pago de intereses y dividendos y de los que corresponden a remesas de inmigrantes y otras transacciones sin contrapartida, presentó un gran crecimiento desde 2002 a 2008. El porcentaje de déficit que representa sobre el PIB casi se triplicó y pasó del 1,4 por 100 al 4,1 por 100. Del 2008 al 2012 el déficit ha disminuido hasta el 2,2 por 100.

El saldo de la balanza comercial de bienes es el mayor responsable del signo negativo de la balanza por cuenta corriente. El saldo negativo debido a las exportaciones e importaciones de mercancías se incrementó desde el 5 por 100 del PIB en 2002 al 8,7 por 100 en 2007, momento a partir del que empieza a corregirse hasta llegar al 2,4 por 100 en 2012. Sin embargo, esta corrección se ve lastrada por dos hechos, el déficit energético que tiene España y porque desde 2003 la cuota que representan las exportaciones españolas sobre las exportaciones mundiales ha presentado un importante retroceso, desde el 2,5 por 100 en aquel año al 1,93 por 100 en 2012 (cuadro 4). Por tanto, la corrección del déficit comercial se debe a un incremento de las exportaciones superior al de las importaciones, pero en una situación de continuada pérdida de competitividad en el comercio internacional (CANALS, 2012).

La pérdida de competitividad de la economía española desde 2002 se evidencia en la evolución del índice del tipo de cambio efectivo real calculado con respecto a la situación tres años antes. Este indicador revela el empeoramiento competitivo de nuestro país en relación con los principales países de la zona euro y con el resto de nuestros competidores internacionales más importantes (cuadro 4). El negativo progreso de la posición exterior con respecto a nuestros socios en el euro (16 socios comerciales),

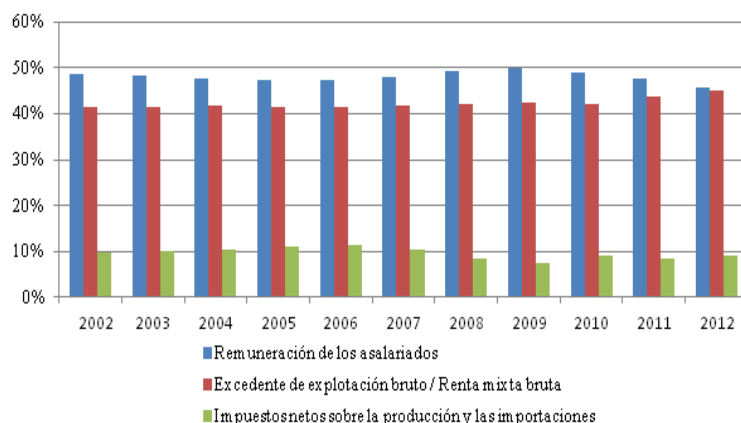
aunque elevada, ha sido menor que la experimentada con el resto de competidores internacionales (36 socios comerciales).

El peor posicionamiento en el mercado exterior de la economía española se explica, en parte, por la evolución del coste laboral unitario nominal. Éste proporciona una medida de la variación que se produce en la remuneración de los trabajadores asalariados que no se explica por la variación de la productividad. Por tanto, el incremento de este índice significa que los salarios aumentan más que aquella y la economía pierde capacidad competitiva. Esta ha sido la situación de España desde 2005 a 2009, el índice se elevó desde su valor base 100 a 114,9, para descender posteriormente a 107,3 en 2012. De tal forma, en el último trienio los incrementos en productividad han sido mayores que los incrementos salariales, lo que permite empezar a recuperar la posición en el comercio internacional (cuadro 4).

El aumento de costes salariales producido en España también ha sucedido en Europa, aunque perdiendo España posiciones frente a ellos hasta 2011. Una mejor evolución de los costes salarios con respecto a nuestro entorno más cercano exige contención salarial y un importante incremento del valor añadido por trabajador. Por ello, y entre otras razones, se ha producido un ajuste en el mercado de trabajo que ha significado un incremento de la tasa de desempleo superior al de nuestro entorno europeo.

El incremento de productividad por encima de los costes salariales puede significar un crecimiento de los beneficios empresariales por unidad producida si se consideran el resto de conceptos que influyen en los beneficios constantes. En el gráfico 4 se representa la evolución de la distribución factorial de la renta. Se observa que el porcentaje de la participación de la remuneración de asalariados pasa del 48,8 por 100 del PIB en 2002 al 50,1 por 100 en 2009 y baja al 45,8 por 100 en 2012. Por su parte, el porcentaje que corresponde al excedente de explotación bruto más la renta mixta bruta sube del 41,5 por 100 en 2002 al 45,1 por 100 del PIB en 2012. Este aumento se debe a que los beneficios empresariales, las rentas que remuneran el capital y trabajo de los autónomos y el consumo de capital fijo han aumentado de manera conjunta su participación en la distribución de la renta, mientras que la remuneración de los asalariados la ha reducido. Esta situación indica que se está acentuando la desigualdad económica entre los aportantes de los dos factores productivos, capital y trabajo.

Gráfico 4: Distribución factorial de la renta



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Dentro de este contexto de pérdida de competitividad de la economía española y de necesidad de financiación exterior durante más de una década, la insuficiencia del ahorro interno se mostró especialmente intensa para cubrir las necesidades del sector privado durante la primera parte del periodo.

El porcentaje de la deuda privada sobre el PIB se incrementó desde el 121,2 por 100 del PIB en 2002 al 200,3 por 100 en 2007. Este fuerte crecimiento fue posible debido a que durante el lustro anterior a 2007 el porcentaje medio del flujo del crédito al sector privado sobre el PIB se situó en el 23,4 por 100 (cuadro 4). La expansión de la necesidad de crédito y la existencia de liquidez en los mercados internacionales facilitó que las entidades de depósito recurrieran a la financiación mayorista mediante la emisión de valores en los mercados financieros, principalmente cédulas hipotecarias, bonos, pagarés y titulizaciones de sus carteras crediticias. Esta vía de financiación ganó importancia desde 2002, que pasó de representar menos de un 5 por 100 sobre el total del activo de las entidades de depósito a un 14 por 100 en 2012 (ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES, 2012)

El endeudamiento de familias y empresas se disparó beneficiado por mejores condiciones crediticias, en términos de coste, plazo y cantidad disponible. En el caso de las familias, la principal finalidad a la que se dedicó el incremento del flujo de crédito fue la adquisición de vivienda. Un factor que ayudó a que se dirigiese en esa dirección fue el tradicional trato favorable que la adquisición de vivienda ha tenido en la imposición personal¹. En el caso de las empresas, unos costes financieros bajos son un estímulo para la inversión, así fue aprovechado y generó crecimiento económico y creación de puestos de trabajo.

No obstante, la base sobre la que se sustentó este crecimiento no fue la más adecuada. La construcción residencial fue el principal motor de la actividad, lo que no generó para la economía española mejoras sustanciales en productividad, competitividad, innovación o investigación y desarrollo. Además, es un sector intensivo en el uso de mano de obra con un nivel medio de cualificación bajo, por lo que el empleo generado no contribuye a una mejora sustancial del capital humano. Estos motivos deberían haber cuestionado a este sector como base para el desarrollo económico de España. Sin embargo, parece que se hizo poco desde los poderes públicos para cambiar esta situación y tanto la demanda de las familias como la oferta del sector contribuyeron a la formación de la conocida burbuja inmobiliaria, que comenzó a desinflarse entre 2007 y 2008.

Además, la decisión de incrementar el endeudamiento empresarial para aprovechar las favorables condiciones ya expuestas estuvo incentivada por el diferente tratamiento fiscal que recibe la remuneración de la financiación propia y la financiación ajena de la empresa en nuestro ordenamiento tributario². Los gastos financieros por intereses tienen

¹ Los contribuyentes que adquiriesen una vivienda habitual nueva podían beneficiarse de una deducción en la cuota íntegra del IRPF del 15% de las cantidades depositadas en el periodo, con un límite máximo de 9015 euros. El porcentaje de deducción podría incrementarse hasta el 25% o 20% en casa de haber solicitado financiación para financiar la vivienda. Además, las ganancias patrimoniales obtenidas por la venta de la vivienda habitual quedan exentas en el IRPF en la parte proporcional que se reinvierta en una nueva vivienda habitual.

² Desde la regulación inicial del impuesto de sociedades, la retribución a pagar por la obtención de capitales ajenos, los intereses, se han considerado como un gasto perfectamente deducible. Sin embargo, uno de los cambios más significativos que ha introducido el Real Decreto-Ley 12/2012 es la limitación a la deducibilidad de estos gastos. En concreto, a partir del 1 de enero de 2012 no son deducibles los gastos financieros que se derivan de deudas generadas en el seno de un grupo mercantil destinadas a la adquisición de participaciones de otras entidades del grupo, a no ser

la consideración de gastos fiscalmente deducibles, mientras que los beneficios obtenidos por la empresa, y que son la remuneración del capital propio, constituyen la base de la imposición societaria. Esta asimetría fiscal contribuyó a que las empresas decidieran aumentar la proporción de fondos ajenos respecto a sus fondos propios para potenciar su rentabilidad financiera, pero al tiempo el valor de su deuda acumulada y apalancamiento. Este incremento del endeudamiento relativo lleva consigo una mayor volatilidad de la rentabilidad financiera de la empresa, que ante un cambio adverso en la situación económica amplifica su efecto negativo en los beneficios y en el rendimiento del capital, además de empujar a situaciones de insolvencia.

La creciente financiación aportada por el sistema financiero, tanto la concedida por las instituciones como por la obtenida de las emisiones en los mercados, ha demostrado que los inversores no ponderaban suficientemente bien el incremento del riesgo que esta situación suponía y que hubiera implicado un progresivo incremento del coste efectivo real de la financiación. Este no empezó a subir, aunque sólo ligeramente, hasta 2006.

Cuando en verano de 2007 se produjo el colapso de los mercados financieros se evidenció el problema que fue acumulándose por el elevado endeudamiento. A partir de ese momento, las entidades financieras encontraron grandes dificultades para sus emisiones en los mercados mayoristas de financiación y comenzó a reducirse el flujo de crédito al sector privado (ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES, 2012). En 2008 su porcentaje bajó a más de la mitad de lo que había sido en el ejercicio anterior y a partir de ese año comenzó a ser negativo, salvo en 2010 que representó sólo un 1 por 100. No obstante, el porcentaje de la deuda privada sobre el PIB continuó incrementándose hasta ese año, en que alcanzó un valor del 213,7 por 100. En 2011 comienza el desapalancamiento del sector privado con un porcentaje negativo del flujo de crédito del 4,6 por 100 y con una disminución en 7,4 puntos del porcentaje que representa la deuda privada sobre el PIB en términos reales. En 2012 se acentúa el desendeudamiento. Nuevamente se produce una disminución del flujo de crédito, pero de mayor cuantía, el 10,6 por 100 y la deuda disminuye 11,2 puntos respecto al PIB.

Al contrario de lo que ocurrió con el endeudamiento privado hasta 2007, la deuda pública bruta se redujo del 52,6 por 100 en 2002 al 36,3 por 100 del PIB en 2007. Sin embargo, el endeudamiento público experimentó mayores crecimientos que la deuda privada desde ese año. En 2012 la deuda pública alcanzó a equivaler al 85,4 por 100 del PIB, es decir, aumentó 59,1 puntos porcentuales desde 2007 (cuadro 4). Este incremento es consecuencia de la conjunción de varios factores interrelacionados, que concretándolos en dos han sido: el deterioro del crecimiento económico y el mencionado endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales (BANCO CENTRAL EUROPEO, 2011).

Ambas circunstancias han requerido que los poderes públicos tomaran distintas medidas para paliar los efectos de la crisis, entre ellas, estímulos fiscales a familias y empresas y

que se justifique la existencia de motivos económicos válidos para la realización de estas operaciones, tales como, procesos de reestructuración empresarial. Asimismo, tampoco son deducibles los gastos financieros netos (entendidos como el exceso existente de la diferencia entre ingresos financieros y gastos financieros) que superen el límite del 30% del beneficio operativo del ejercicio. Pese a esta limitación, serán totalmente deducibles los gastos financieros netos del periodo impositivo por importe de un millón de euros, permitiéndose trasladar el posible exceso no deducido a los periodos impositivos que concluyan en los próximos 18 años. De esta forma, se pretende no reducir significativamente la base imponible de un periodo impositivo como consecuencia de un endeudamiento excesivo.

apoyos públicos al sector financiero³. Los estímulos fiscales a lo largo del desarrollo de la crisis se han ido materializando en una inicial realización de inversión pública en infraestructuras, medidas para mantener el poder de compra de las familias, apoyos a la actividad empresarial, el emprendimiento y su financiación, políticas activas de empleo y en ayudas para paliar los efectos del desempleo. Causa del aumento de la deuda pública también ha sido el comportamiento anticíclico de los estabilizadores automáticos, que genera un incremento del déficit fiscal en etapas recesivas de la economía al disminuir los ingresos, al tiempo que aumentan los gastos, por ejemplo, por desempleo (PAMPILLÓN,, 2009)

Por otra parte, el apoyo estatal al sector financiero ha sido necesario fundamentalmente por enfrentarse este sector, ya de por sí altamente apalancado antes de la crisis, a un contexto, ya comentado, radicalmente distinto para su financiación en los mercados mayoristas internacionales, al incremento de la morosidad y a su excesiva exposición al sector inmobiliario. Estas medidas adoptadas por el poder político han precisado, en paralelo, una relajación de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE) (BANCO CENTRAL EUROPEO, 2012 y RIET, 2010)

La imposibilidad de acceder regularmente a los mercados mayoristas de financiación ha hecho que las entidades dependan, en gran medida, de las subastas de liquidez del Banco Central Europeo, situación que se ha acentuado en 2012, y que sólo hayan podido aprovechar escasas ocasiones para emitir en los mercados. El dinero obtenido por el sistema financiero al utilizar las facilidades de financiación del BCE ha servido para la financiación del déficit público mediante la adquisición de deuda del Estado (ANTELO Y PEÓN, 2013).

Las necesidades crecientes de financiación del sector privado y del sector público durante los once años considerados han tenido su necesario reflejo en los balances del sector financiero. El apalancamiento de este sector (medido por la ratio deuda sobre fondos propios) pasó del 380,2 por 100 en 2002 al 536 por 100 en 2007 y una vez comenzada la crisis, se ha disparado su crecimiento hasta el 941,2 por 100 en 2011.

³ En las últimas reformas introducidas en el Real Decreto-Ley 4/2013 de 22 de Febrero de medidas de apoyo al emprendedor y al estímulo del crecimiento y la creación de empleo, son destacables los incentivos fiscales introducidos para las Pymes. Así, en el ámbito de los impuestos indirectos, se permite, a partir del 1 de enero de 2014, adherirse a un régimen especial en el Impuesto de Valor Añadido (IVA), de carácter voluntario, por el que se permite aplicar el criterio de caja en vez del de devengo en las presentaciones de las correspondientes liquidaciones, de forma que se permite no ingresar el IVA repercutido en caso de que no se haya cobrado la correspondiente factura. En el ámbito de los impuestos directos se destaca las bonificaciones aplicables en el impuesto de sociedades en dos supuestos: el primero, se permite una deducción en la cuota íntegra de hasta el 10% de los beneficios obtenidos en el periodo impositivo, siempre que se justifique que los mismos se han reinvertido en la actividad económica; la segunda, permitir que las deducciones por innovaciones tecnológicas que no hubieran podido aplicarse en un ejercicio por insuficiencia de cuota puedan recuperarse a través de un sistema de devoluciones, siempre que el contribuyente justifique que no ha destruido puestos de trabajo durante el periodo impositivo. En el caso de autónomos, cuya tributación se enmarca dentro del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas (IRPF) en el apartado correspondiente a rendimientos por actividades económicas, se permite a aquellos contribuyentes que acaben de iniciar una actividad como autónomos reducirse su rendimiento computable en un 20% durante los dos primeros ejercicios económicos en los que obtengan beneficios. Desde el punto de vista del inversor, se han introducido deducciones y exenciones en el IRPF que permiten mejorar la canalización de recursos desde los pequeños inversores particulares a las Pymes, en especial a aquellas que han iniciado su actividad recientemente. De esta forma, aquel inversor que adquiera participaciones o acciones de empresas de nueva creación aportando capital financiero, también denominado capital semilla, a través de Entidades de Capital Riesgo o a través de los denominados “*business angels*” podrán deducirse el 15% de la cuota estatal del IRPF con una exención del 50% de la plusvalía generada en el momento de la transmisión de las participaciones siempre que se reinvierta en entidades de nueva creación y que la reinversión se realice entre el tercer y el noveno año de tenencia de las participaciones.

La evolución seguida por el endeudamiento público y privado, ante la insuficiencia del ahorro nacional, puesta de manifiesto por el continuado déficit por cuenta corriente, ha dado lugar a elevados incrementos de la posición deudora neta de la inversión internacional española. En 2002 esta posición era del 41,6 por 100 del PIB, porcentaje que en solo cinco años superó el 78,1 por 100. Tras 2007, el continuado crecimiento del endeudamiento privado durante el siguiente trienio y los fuertes incrementos del endeudamiento público sitúa el porcentaje de la posición internacional neta sobre el PIB en 2012 en el 91,4 por 100 (cuadro 4).

En resumen, del análisis efectuado de las variables macroeconómicas elegidas con datos hasta 2012 se extractan las siguientes conclusiones referentes a la economía nacional: entre los desequilibrios experimentados destacan la necesidad creciente que ha habido de financiación exterior, una pérdida de competitividad internacional y una estructura económica desequilibrada y poco productiva. Factores que ha dado lugar a dicha pérdida de competitividad son el incremento de los costes laborales unitarios nominales y del tipo de cambio efectivo real. El efecto fue la disminución de nuestras exportaciones. Todo ello, fue acompañado por un incremento sin precedentes del endeudamiento privado, destinado principalmente a la inversión inmobiliaria, al consumo de importaciones y al apalancamiento de las empresas. Producto de lo anterior y del crecimiento del endeudamiento público fue el aumento de la posición deudora de la inversión internacional neta de nuestro país y, como causa y consecuencia, el incremento del apalancamiento del sector financiero.

De cara al futuro, la Comisión Europea en abril de 2013 afirmaba que los desequilibrios macroeconómicos en España seguían siendo excesivos (COMISIÓN EUROPEA, 2013). En particular, señalaba que los altos niveles de deuda interna y externa plantean importantes riesgos para el crecimiento y la estabilidad financiera y que el aumento del desempleo y la creciente deuda del sector público (a causa del déficit público, la recapitalización de la banca y la liquidación de los atrasos con los proveedores) son fuente de vulnerabilidades adicionales en el reto de llevar a cabo los ajustes necesarios en la economía. También apuntaba a otros indicadores preocupantes, que se encontraban aún por encima de los umbrales considerados en el MIP: la negativa posición inversora internacional neta, el endeudamiento del sector privado y la continuada depreciación del tipo de cambio efectivo real, así como la pérdida en la cuota de exportaciones de la economía española. Como dato positivo destacaba el importante ajuste experimentado por la balanza por cuenta corriente, debido a un elevado crecimiento de las exportaciones y una significativa disminución de las importaciones, que ha empezado a mostrar superávit en 2013. También se ha acelerado la recuperación de la competitividad consecuencia de la moderación salarial y a fuertes avances de productividad, aunque, esto último, en gran parte impulsado por la destrucción de empleo, todo ello reflejado en la reducción de los costes laborales unitarios. Respecto al desapalancamiento del sector privado, éste ha continuado, principalmente a través de los flujos de crédito negativos, y está siendo más lento en el sector de los hogares que en el de las empresas. Por su parte, el proceso de ajuste en el mercado de la vivienda ha aumentado su ritmo. Desde el punto de vista social, la Comisión Europea señala que el coste de la crisis es cada vez más perceptible y lleva a un aumento de la pobreza y la exclusión social, con altas tasas de desempleo juvenil y de larga duración, combinado con una caída de los ingresos familiares y un aumento del número de hogares con intensidad de trabajo muy baja.

III. EFECTOS DE LA CRISIS EN LAS SOCIEDADES NO COTIZADAS

En el contexto macroeconómico descrito se ha desarrollado la dinámica de las sociedades no cotizadas españolas. Los efectos de la crisis están siendo de considerable dimensión en todos los sectores productivos, pero se han agudizado en las empresas del sector de la construcción y en las de las distintas ramas del sector industrial. Los cierres de empresas en el primero han tenido, como ya se ha señalado, una incidencia especialmente grave en el empleo. Los ocurridos en el segundo también tienen importante repercusión en la pérdida de competitividad de la economía española y en su capacidad de creación de riqueza en el futuro. Otra consecuencia es que se está acelerando el proceso de terciarización de la economía en ramas de actividad generadoras de escaso valor añadido. Esta situación puede retrasar el momento en que España salga de la crisis.

Independientemente del sector al que pertenezcan las empresas, las sociedades no cotizadas, ya sean pymes o grandes empresas, han experimentado un grave deterioro en su desempeño y en su estructura productiva y financiera. La caída de los valores de su rentabilidad o del efectivo obtenido, junto con la debilidad de dichas estructuras, hace aumentar el riesgo asociado a su actividad y comprometen la supervivencia de muchas de ellas. El efecto inmediato que conlleva es que la obtención de nuevas fuentes de financiación, propia o ajena, o la renovación de sus créditos, les sea más costosa y difícil de conseguir.

Para analizar estos aspectos se ha escogido una muestra de empresas no cotizadas representativas del tejido productivo español.

1. Diseño de la muestra

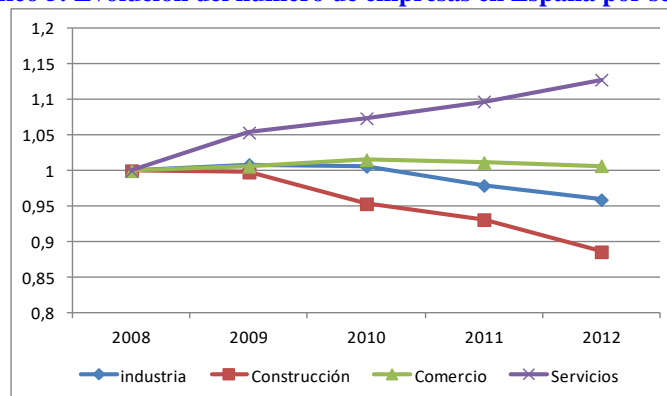
Para obtener la citada muestra se ha utilizado la información de la base de datos DIRCE (Directorio Central de Empresas, INE) y de la base SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). La primera informa del total de empresas existentes en España según diferentes criterios de clasificación (tamaño, sector y comunidad autónoma), la segunda proporciona las principales partidas contables y ratios de las empresas que depositan sus cuentas anuales en los registros mercantiles.

El gráfico 5 muestra la evolución de las empresas españolas presentes en el DIRCE según su sector de actividad. En concreto, para realizar la clasificación sectorial se ha utilizado la Clasificación Nacional de Actividades Económicas de 2009 (CNAE-2009). De esta forma, se han considerado cuatro grandes ramas de actividad: industria (códigos de la CNAE-2009 del 5 al 39), construcción (códigos del 41 al 43), comercio (códigos del 45 al 47) y servicios (códigos del 48 al 99). Se ha utilizado como base o índice el número de empresas existentes en el año 2008.

Puede apreciarse, como se ha anticipado al comienzo de este epígrafe, que los sectores de actividad que más se han visto afectados negativamente por la recesión económica son las empresas industriales (manufactureras e industria avanzada) y, especialmente, la construcción. Por su parte, las empresas de comercio, tanto mayorista como minorista,

han mantenido su participación dentro del tejido empresarial, mientras que el único sector que ha crecido en términos netos durante el periodo 2008-2012 son las empresas de servicios no comerciales, que incluye la hostelería, restauración, servicios de transporte, etc.

Gráfico 5: Evolución del número de empresas en España por sectores



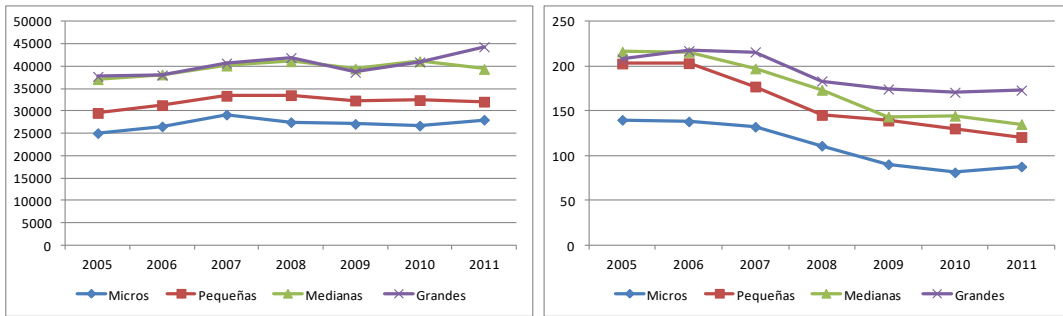
Fuente: DIRCE (2012) y elaboración propia

A partir de la composición por tamaños y sectores de las empresas proporcionada por el DIRCE se han considerado 16 tipos de empresa. Tipología debida a la combinación de los cuatro sectores ya mencionados y cuatro tamaños empresariales: microempresas (menos de 10 empleados), pequeñas empresas (entre 10 y 49), medianas empresas (entre 50 y 249 empleados) y grandes empresas (más de 249 empleados). Con base en la participación porcentual de cada uno de los 16 grupos en el conjunto del DIRCE se ha seleccionado una muestra representativa, formada por un total de 7.200 empresas, que mantiene la composición del tejido empresarial español. Del colectivo descrito se analizan un conjunto de ratios que permite conocer la evolución de su situación económica y financiera desde 2004.

De este análisis se podrán extraer conclusiones sobre como ha afectado la crisis a las sociedades no cotizadas españolas supervivientes desde que empezara la crisis. En concreto, cómo se han visto afectadas variables como la rentabilidad (económica y financiera), productividad, apalancamiento, cifra de negocios, EBITDA (beneficios antes del pago de impuestos, intereses y amortizaciones), fondo de maniobra, tesorería y condiciones comerciales.

2. Análisis económico-financiero

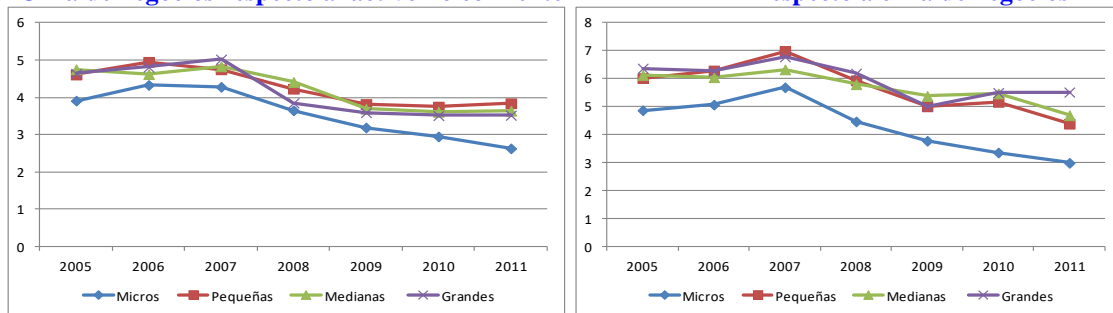
De todas las variables mencionadas, en primer lugar se estudian los beneficios empresariales respecto a la inversión total realizada (rentabilidad económica) y el excedente disponible una vez deducidos el pago de impuestos y cargas financieras respecto a los fondos propios (rentabilidad financiera). La evolución de la rentabilidad de las empresas recoge el cambio de ciclo económico que se produce al comenzar en el año 2007 (gráfico 6). Hasta ese ejercicio las empresas presentan una tendencia ligeramente positiva enmarcada dentro de la fase de crecimiento general de la economía. Sólo las grandes empresas experimentan una leve disminución de su rentabilidad económica pero mantienen la rentabilidad financiera. Esta evolución en las grandes empresas evidencia una pérdida de eficiencia y competitividad. En esta situación, que se mantenga la rentabilidad financiera se explica por un ligero aumento



Fuente: SABI y elaboración propia

La evolución de la rentabilidad y productividad es consecuencia de la disminución de la cifra de negocio de las empresas y se refleja directamente en su capacidad de generación de flujos de caja respecto a dicha cifra de negocios (gráfico 8). A partir del año 2007, la contracción de la economía debida a la caída de la demanda interna y a pérdida de la competitividad exterior lleva a una disminución de los ingresos empresariales por ventas o prestaciones de servicios. Situación que conlleva en sí misma una disminución de los flujos de caja. Pero este decremento es aún más pronunciado y hace que la relación que guarda el EBITDA respecto a la cifra de negocios disminuya en mayor proporción. Las causas que explican esta evolución son variadas, las más importantes son la reducción de los márgenes empresariales, el ajuste de la estructura económica o productiva de las empresas y la disminución de la financiación. La traducción directa de todos los factores anteriores es la menor capacidad de generación de tesorería de las empresas que ha producido una significativa reducción del valor del conjunto del tejido empresarial español, más acentuada en las microempresas y de menor porcentaje en las grandes. De esta forma, se han producido desinversiones, despidos de parte de las plantillas y cierres de empresas con la consecuente disminución del PIB.

Gráfico 8: Evolución de los flujos de efectivo y los ingresos
Cifra de negocios respecto al activo no corriente EBITDA respecto a cifra de negocios



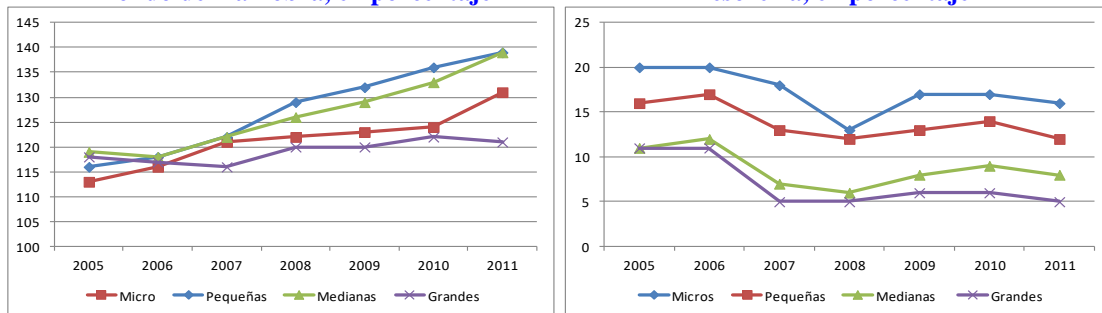
Fuente: SABI y elaboración propia

La evolución de los flujos de efectivo afecta directamente a la liquidez y capacidad de devolución de las deudas de la empresa. En el gráfico 9 se presenta el fondo de maniobra (cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente), el periodo medio de pago a proveedores (expresado como el número de días que tarda la empresa en pagar sus deudas comerciales) y la ratio de liquidez (definida como relación entre la tesorería y pasivo corriente).

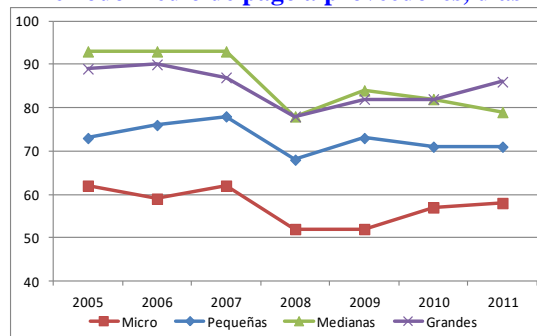
El fondo de maniobra ha sido positivo durante todo el periodo temporal considerado. Esto es, el conjunto formado por la tesorería, las existencias y derechos a cobrar en el corto plazo eran superiores a las deudas que tenían que afrontar en el corto plazo. En concreto, el margen de seguridad antes de la crisis era de un 15 por 100 del valor de las

obligaciones corrientes de pago. Esta situación resultaba adecuada porque así tenían liquidez ante posibles desviaciones adversas en los cobros. Con el inicio de la recesión se aprecia entre las empresas que no han cerrado por la crisis una tendencia creciente del fondo de maniobra, salvo en las grandes empresas. La razón que lo explica, debido a que la ratio de tesorería muestra casi una tendencia plana desde el comienzo de la crisis, es un incremento relativo de los deudores comerciales y de los stocks de existencias en almacén. Estas dos circunstancias evidencian que las empresas tienen mayores dificultades para cobrar y vender sus productos. Situación que es más aguda en la pyme que en grandes empresas, en estas últimas el incremento del fondo de maniobra por estas razones ha sido menor.

Gráfico 9: Evolución del fondo de maniobra, tesorería y periodo medio de pago a proveedores
Fondo de maniobra, en porcentaje **Tesorería, en porcentaje**



Periodo medio de pago a proveedores, días



Fuente: SABI y elaboración propia

Otra razón que contribuye a explicar los valores del fondo de maniobra es la disminución de los pasivos corrientes como consecuencia de la reducción del periodo medio de pago a proveedores. Durante el periodo 2004-2007, las sociedades de mayor tamaño empresarial (medianas y grandes) son las que consiguen una mayor financiación espontánea, con un plazo de pago a sus proveedores en torno a noventa días. Para las microempresas y pequeñas empresas fue de sesenta y ochenta días, respectivamente. La razón de esta diferencia es que medianas y grandes tienen un mayor poder de negociación con sus proveedores, lo que las hace conseguir mejores condiciones de compra. El periodo de pago a proveedores casi no varió hasta el año 2007, favorecido por la estabilidad económica. Una excepción son las pequeñas empresas que lo incrementaron. Del año 2007 al 2008 se produjo una reducción en torno a los diez días en todos los tamaños empresariales. Sin embargo, en el siguiente año las empresas de los diferentes tamaños empresariales lo aumentaron para mantenerlo nuevamente sin grandes variaciones, aunque en unos valores inferiores a los alcanzados antes de la crisis. La reducción del periodo de pago se ha debido principalmente a que desde el comienzo de la recesión los proveedores tienen menor capacidad para financiar a sus clientes.

Del breve análisis efectuado de las empresas que están superviviendo después de los primeros cinco años de crisis se obtienen las siguientes conclusiones: los ingresos han sufrido una fuerte reducción y en la pyme la productividad se ha estancado, estos factores han dado lugar a una caída de la rentabilidad económica y de los flujos de efectivo que son capaces de generar; las anteriores circunstancias, junto a el obligado desapalancamiento de la economía, han producido el efecto de una acusada disminución de la rentabilidad financiera; la solvencia para afrontar las obligaciones corrientes de pago también ha empeorado producto de una menor disposición de tesorería, del incremento de stocks y de los cuentas a cobrar, así como del endurecimiento de las condiciones comerciales.

De lo anterior se puede inferir que las circunstancias descritas son las que también han dado lugar al abultado porcentaje de cierres empresariales, reflejado en el cuadro 2, y, como se indicó, ha afectado principalmente a pequeñas y medianas empresas. Igualmente, el número de los otros tamaños empresariales que han cesado en su actividad ha sido abultado: más de 130.000 microempresas y alrededor de 360 empresas ente 500 y 999 trabajadores.

3. Cuestiones pendientes por resolver en desarrollo empresarial español

Las características negativas del tejido empresarial español reveladas por el análisis realizado (entre otras: pequeño tamaño de las unidades productivas, desequilibrado peso de los distintos sectores de actividad, baja competitividad y productividad) hacen necesario profundizar en las reformas ya emprendidas por los poderes públicos. Pero existen otras características que hay que destacar y que precisan también profundos cambios. Entre estas últimas: la baja capacidad innovadora y apertura al exterior de las empresas, existencia de una cultura socialmente poco emprendedora y no comprometida con factores que propician el éxito empresarial, así como la permanencia de cargas burocráticas que entorpecen la creación y desarrollo de las empresas (GARCÍA-TABUENCA ET AL, 2012)

Estos hándicaps, como señalan los mismos autores, son cuestiones pendientes en el desarrollo empresarial español y hacen imprescindible que evolucione la actitud y mentalidad de los emprendedores y empresarios españoles. Éstos deben comprometerse no sólo con la supervivencia de sus empresas y la obtención de resultados a corto plazo, sino también con un mayor estudio de las situaciones de mercado que permitan la detección y aprovechamiento de oportunidades estratégicas, la creación de nuevos productos y servicios, la explotación de nuevos mercados y afrontar el reto de la exportación y la competencia en un mercado internacional y globalizado. Para ello, tienen que promover un cambio cultural en las organizaciones que dirigen que, junto a la mejora de su gestión y organización, favorezca la creatividad, la investigación, el desarrollo tecnológico, la innovación, la captación de talento y el compromiso con una eficiente gestión del cambio. De esta evolución en la mentalidad no puede ser ajena la sociedad en general y en ella los poderes públicos deben promover un espíritu emprendedor en las nuevas generaciones y una mayor propensión de todos a asumir los riesgos que supone la creación de nuevas empresas o el tener iniciativa y actitud emprendedora dentro de las organizaciones en las que cada trabajador desarrolla su actividad. También los poderes públicos deben ahondar en las reformas encaminadas a

reducir los costes que se deben afrontar a la hora de crear nuevas empresas o expandir las existentes.

Junto a lo anterior, una de las experiencias que está dejando la crisis en España, y en todos los países, es la necesidad de avanzar en la mayor profesionalización de la función directiva de las empresas y en su gobierno. El origen financiero de la crisis ha evidenciado errores al tomar decisiones financieras y deficiencias en el control de las mismas. Situaciones que se han producido tanto en instituciones financieras como en otras sociedades cotizadas y no cotizadas. Igualmente, en ocasiones, las decisiones tomadas han dado lugar a que se ponga en cuestión la actuación y ética de algunos directivos o empresas.

Para tratar de evitar que se repitan equivocaciones cometidas, la correcta comprensión de los fundamentos de las decisiones financieras y de sus implicaciones, el gobierno corporativo eficiente, la adecuada gestión de riesgos de las sociedades y una mayor responsabilidad social y ética de las empresas se hacen imprescindibles para retomar la senda del crecimiento sostenible. Con este objetivo, en los siguientes epígrafes se analizan estas cuestiones.

IV. FUNDAMENTOS DE LA TOMA DE DECISIONES FINANCIERAS EN LA EMPRESA

La toma de decisiones financieras de la empresa se fundamenta en unos principios firmemente sustentados en algunas de las principales teorías que conforman la base de la economía financiera como ciencia. Esta rama de la economía se ha centrado en dos áreas de investigación: las finanzas corporativas y los mercados financieros. Áreas que no son independientes entre sí, sino, por el contrario, están estrechamente entrelazadas. En la actualidad, no puede explicarse, ni entenderse, la estrategia empresarial y, dentro de ella, las decisiones de inversión y las correspondientes a la estructura de financiación y política de retribución al accionista sin su relación con el sistema financiero, ya sea en su vertiente bancaria o bursátil (GRINBLATT Y TITMAN, 2003).

Las decisiones financieras más importantes que toma la empresa son aquellas relacionadas con sus políticas de inversión, estructura financiera y dividendos. Un aspecto a tener presente en estas decisiones es la incidencia que en ellas tiene la normativa fiscal, la necesaria evitación del riesgo de insolvencia y la interrelación existente entre las políticas señaladas. A su vez, el gobierno corporativo de la empresa tiene influencia en los procesos de toma de decisiones (MALLIN, PINDADO Y TORRE, 2007)

1. Decisiones de inversión y de estructura financiera

El criterio, universalmente aceptado, que constituye el primer principio teórico sobre el que se fundamenta la toma de las decisiones de inversión fue establecido en por FISHER (1930). En su trabajo demuestra que estas decisiones pueden tomarse de manera totalmente independiente de las necesidades o preferencias actuales y futuras de liquidez de los distintos accionistas. Deseos de tesorería de los socios que dependerán de sus necesidades presentes y futuras de consumo. Esto es posible, gracias a que los accionistas tienen la posibilidad de tomar prestado o prestar en el sistema financiero, si desean consumir más en el momento presente o invertir para aumentar su consumo futuro, respectivamente. El único requisito es que las decisiones de inversión se tomen buscando

maximizar la riqueza del accionista y, para ello, se deben elegir aquellas que maximizan el valor actual neto que proporcionan los proyectos que la empresa realice.

En este contexto, si los accionistas tienen acceso directo a los mercados de capitales implica que cada inversor en sus carteras de activos financieros, si cotizan en Bolsa, puede encontrar el equilibrio que desee entre rentabilidad y riesgo. Como resultado de lo anterior, se obtiene una importante consecuencia: las empresas no tienen que ajustar sus decisiones de inversión a las preferencias de riesgo de los distintos accionistas, sino que los gestores de las empresas salvaguardarán mejor los intereses de los accionistas maximizando la riqueza neta de la empresa (BREALEY, MYERS Y ALLEN, 2006). En otras palabras, el interés del inversor no es que la empresa en la que invierta reduzca el riesgo a través de la diversificación o por la elección de proyecto de menor riesgo, puesto que cada accionista puede realizar esta diversificación a través de confeccionar su propia cartera de valores.

El anterior razonamiento se completa con el propuesto por MODIGLIANI, F. Y MILLER, M (1958) y (1961). Estos autores establecen dos teorías, una sobre la estructura financiera de la empresa y otra sobre política de dividendos. Con estas teorías, sujetas a unas restrictivas hipótesis iniciales (básicamente, la existencia de un mercado de capitales perfecto) demuestran que la estructura financiera de la empresa y su política de retribución a sus socios tiene una irrelevante incidencia en el valor de la empresa. Su valor de mercado será, nuevamente, el valor actual neto del conjunto de los proyectos en que invierta. Esta valoración se realiza mediante la actualización de los flujos netos de tesorería esperados antes de intereses del conjunto de proyectos en que invierte. El tipo de interés utilizado para el descuento de los flujos debe ser el que el mercado determine para las empresas con el mismo nivel de riesgo. Esta forma de determinar dicho tipo de interés y, además, que en el cálculo de los flujos no se tenga en cuenta los pagos realizados por los intereses abonados a los acreedores financieros ni los dividendos a los accionistas, hace que el valor final obtenido sea independiente de cómo se financian las inversiones (MASCAREÑAS Y LEJARRIAGA, 1992). El valor de la compañía, así calculado, coincide con la suma del valor de mercado de sus acciones y deudas. Esta irrelevancia de la estructura financiera de la empresa permite afirmar que: las decisiones de inversión y de financiación pueden tomarse independientemente entre ellas.

La idea sobre la que se sustenta estas afirmaciones es que el efecto de los cambios en la estructura financiera de la empresa puede ser perfectamente contrarrestada por cambios en las propias carteras de activos financieros de los accionistas. Los inversores nunca pagarán un extra a la empresa por una financiación que obtenga cuando ellos mismos pueden pedir prestado una cantidad igual en el sistema financiero (GÓMEZ-BEZARES, 1995).

2. Decisiones de política de dividendos

Modigliani y Miller también asumen la hipótesis de mercados de capitales perfectos para demostrar su teoría de irrelevancia de la política de dividendos. Afirman que la decisión tomada a este respecto no incide en el valor de la empresa. Un incremento de dividendos, por ejemplo, aumenta los ingresos de los accionistas pero no su riqueza. El efecto en su patrimonio es neutralizado por una reducción equivalente en el valor de la acción. La renta distribuida disminuye la riqueza neta de la compañía en la misma cuantía.

El mecanismo que permite llegar a esta conclusión es el mercado de capitales, pues en él, el accionista puede, tras el reparto de dividendos, comprar acciones de la empresa y así contrarrestar la política de dividendos que se haya seguido. Por el contrario, si el accionista no recibe la cuantía que desea puede vender parte de su cartera de acciones. Al actuar de esta forma, consigue liquidez para satisfacer sus necesidades de consumo o de diversificación de su de inversión.

3. Decisiones financieras e impuestos

Las afirmaciones anteriores deben matizarse necesariamente debido a que en la realidad no se cumplen las hipótesis de mercado perfecto. Los propios autores revisaron el planteamiento de su teoría relajando estas hipótesis de partida. Así, en trabajos posteriores MODIGLIANI y MILLER (1963) y MILLER (1977) consideraron, entre otros aspectos, la incidencia de la fiscalidad y de los costes de insolvencia en las decisiones financieras de financiación y de reparto de dividendos.

Las conclusiones iniciales de Modigliani y Miller se realizan al asumir la no existencia de impuestos o neutralidad fiscal. Es decir, en lo que concierne a la estructura financiera de la empresa consideran que no hay diferencia entre la fiscalidad que afecta a la remuneración de la deuda y del capital. Sin embargo, en la realidad no existe dicha neutralidad fiscal (GARCÍA-NOVOA, 2013). Por el contrario, hay una acusada asimetría: los gastos financieros por intereses, como ya se resaltó, son gasto fiscalmente deducible y los beneficios empresariales son la base imponible para determinar el pago por impuestos. Esta circunstancia hace que el valor de una empresa más endeudada sea mayor que la que no lo esté, en una cuantía aproximada al ahorro fiscal al que da lugar su endeudamiento.

Igualmente, Modigliani y Miller establecen, en sus planteamientos iniciales, como hipótesis la neutralidad impositiva respecto a dividendos y ganancias de capital en el impuesto de sociedades y en los impuestos personales. Además, en este caso, también consideran que no existe doble tributación por beneficios y dividendos en el impuesto de sociedades y en el de la renta. Neutralidad que, en todos los casos señalados, no se produce (LÓPEZ DE FORONDA, 2006).

Consecuencia de lo anterior, y que son cuestiones a tener presente al instrumentar mecanismos para el mejor gobierno de la empresa, es que una estructura de capital es más atractiva que otra y que los accionistas prefieren determinadas políticas de retribución. En la empresa no cotizada estos planteamientos deben ser, en mayor medida que en las cotizadas, cuidadosamente matizados. Como las acciones no gozan de la liquidez que proporciona la cotización en un mercado financiero, la dirección de la empresa debe considerar cuales son las preferencias de liquidez de los accionistas de control en cada ejercicio económico. Además, estas preferencias vendrán fuertemente condicionadas por el efecto de los impuestos en el patrimonio de dichos accionistas mayoritarios. Puede que se siga la política de retribución al accionista que más beneficie a estos, aunque perjudique a los socios minoritarios (ROJO y CAÑABATE, 2012). Por otro lado, el riesgo de los accionistas de control difícilmente puede diversificarse en el mercado, su patrimonio está altamente concentrado en la empresa no cotizada. Los accionistas, por tanto, prestarán más atención al nivel de riesgo que asume la empresa en sus proyectos y a la estructura financiera de la empresa. Otro aspecto a considerar es que la falta de cotización en Bolsa hace más difícil determinar cual es el coste de oportunidad del capital invertido, es decir, el tipo de descuento de empresas del mismo nivel de riesgo. Por tanto, este

deberá calcularse internamente. El coste medio ponderado de la financiación se obtiene a partir del coste de los recursos que ya disfruta la empresa y de la nueva financiación que deberá obtener para financiar nuevos proyectos. Además, la modificación de la estructura financiera existente de la empresa es complicada de llevarse a cabo. Las ampliaciones de deudas o capital dependen del consentimiento de un número reducido de socios y acreedores que pueden ver con recelo algunos cambios en ella.

4. Decisiones financieras e insolvencia empresarial

La otra causa, anteriormente señalada, que condiciona las decisiones de la empresa sobre su estructura financiera y política de dividendos, es que, como consecuencia de estas decisiones, la empresa, sobre todo la pequeña y mediana, se acerque a una posible insolvencia (ACOSTA, CORREA Y GONZÁLEZ, 2003). Cuanto más se endeude la empresa para disminuir su coste financiero y cuantos más beneficios reparta en forma de dividendos líquidos, menos tesorería tiene para hacer frente a los pagos que tenga comprometidos con sus acreedores financieros, comerciales o con sus propios trabajadores. Por tanto, los costes que la insolvencia puede acarrear a la empresa, sus accionistas y directivos hacen disminuir el atractivo que tiene la ventaja que el endeudamiento tiene fiscalmente en contraposición a la financiación propia. De igual forma, la preferencia que los accionistas tengan por obtener la liquidez que proporciona el reparto de dividendos se reduce si la empresa puede incurrir en dicha posibilidad de insolvencia o de llegar a una situación concursal.

Cuando existe una mayor posibilidad de que la empresa no pueda afrontar sus pagos, los acreedores financieros, proveedores, clientes, accionistas y directivos reaccionan ante esta situación con el objetivo de evitarla o disminuir el efecto que produce sobre sus respectivos patrimonios. Los acreedores financieros restringirán el acceso de la empresa a nuevos incrementos de financiación, encarecerán el coste de la renovación aplicado a préstamos, créditos y líneas de descuento o exigirán una disminución del nivel de endeudamiento. Los proveedores pueden disminuir el volumen de los aprovisionamientos y endurecer las condiciones y plazos de pago. Los clientes disminuir sus compras ante la inseguridad de recibir la adecuada asistencia posventa o nuevos suministros que les causen, a su vez, problemas comerciales con sus propios clientes o retrasos en su proceso productivo. Los accionistas, ante el peligro de perder parte o la totalidad de la inversión que ya tienen inmovilizada en la compañía, tratarán de mejorar la estructura financiera de la empresa. Por su parte, los directivos, que verían su prestigio dañado y su puesto de trabajo en peligro, deberán mantener alejada a la empresa de esta difícil situación y transmitir confianza al resto de colectivos y, en su caso, tomar las decisiones comerciales, de inversión y de estructura productiva, entre otras, más adecuadas. Así, los gestores de la empresa, al tiempo que protegen su propio beneficio, salvaguardan los intereses de los demás grupos.

Para la consecución de estos objetivos, la investigación empírica ha aportado evidencia sobre cuales son las preferencias que los directivos tienen para decidir la estructura de financiación de la empresa y mantener alejada la insolvencia. A partir de dicha evidencia, MYERS Y MAJLUF (1984) desarrollaron una teoría de jerarquía de preferencias de las fuentes de financiación. Básicamente dicha teoría establece que los gestores empresariales prefieren: la autofinanciación, a la financiación ajena y ésta frente a nuevas aportaciones de capital. Aunque esta teoría fue desarrollada para empresas cotizadas, esta conclusión se adapta al caso de las pymes y empresas no cotizadas (WATSON Y WILSON, 2002). Las

empresas no cotizadas al no poder emitir acciones en el mercado y al tener los socios una capacidad financiera limitada, les resulta más factible capitalizarse mediante la retención de beneficios y obtener los fondos de las instituciones bancarias. La preferencia por la autofinanciación debe ayudar a mantener una menor probabilidad de insolvencia.

También, los colectivos externos a la empresa (acreedores, proveedores y clientes) puedan adoptar las medidas más acordes con sus intereses y que, al mismo tiempo, accionistas o directivos no puedan perjudicarlos con sus decisiones es imprescindible que los primeros sean plenamente conscientes de la situación financiera de la empresa. Para que esto se dé, los primeros deben conocer exactamente las circunstancias en que está la empresa. Este conocimiento lo obtienen tanto por el análisis continuado del riesgo que supone su relación con la empresa como por la información que los primeros les proporcionen. Inevitablemente, los grupos internos frente a los externos manejan mayor y mejor información relativa a la empresa. Pero, incluso, esto mismo ocurre a favor de los directivos y socios que participan en la gestión frente a los accionistas minoritarios. Para minimizar los efectos negativos que lo anterior puede suponer a terceros se deben instrumentar los mecanismos de gobierno corporativo que sean necesarios para evitar actuaciones de accionistas o directivos que pudieran resultar lesivas a los socios con pequeñas participaciones en el capital y al resto de colectivos.

5. Interrelación entre las decisiones de inversión y financiación

De lo dicho hasta ahora se desprende que las decisiones de financiación de la empresa se podrían tomar de manera independiente de las de inversión. Esta conclusión teórica debe tomarse con cautela. Ambas decisiones están interrelacionadas (VALLES Y ESTRADA, 1998).

En primer lugar, dentro de la financiación de la empresa hay fondos con distinto plazo de devolución, a corto y largo plazo. De igual forma, la inversión de la empresa está formada tanto por activos corrientes como no corrientes que tienen distinto plazo de conversión en liquidez. Para que exista cierto equilibrio entre la estructura financiera y la estructura de inversión es necesario que exista un fondo de maniobra suficiente. Es decir, que parte de la inversión a corto de la empresa esté financiada a largo plazo para evitar situaciones de falta de liquidez. Por tanto, la estructura financiera es relevante también por este motivo y depende, en relación recíproca, de la estructura económica o de inversión de la empresa (GARCÍA-LÓPEZ, 2008).

En segundo lugar, la decisión de llevar a cabo las inversiones con base únicamente en el valor actual neto de los proyectos, como ya se ha señalado, conlleva, en cierto grado, olvidar que la decisión de inversión no es de carácter estático. Cuando se decide acometer un proyecto se comienza con una determinada estructura de costes de activo, fijos y variables, y una determinada combinación de fuentes de financiación. Sin embargo, el análisis de ese proyecto desde el comienzo debe prever opciones que flexibilicen su realización para adaptarse a las situaciones de mercado que se presenten. Opciones, por ejemplo, como las de cambiar la dimensión de proyecto, ampliar o reducir su plazo de ejecución, suspender su realización, cambiar la estructura de costes inicialmente elegida o variar el modo como se financia. Por tanto, en la evaluación de las inversiones debe integrarse esta posibilidad de flexibilidad conjunta estratégica, operativa y financiera (PALACIOS ET AL., 2002). El enfoque de análisis de inversiones que permite lo anterior es el que se realiza mediante contratos contingentes u opciones reales (MASON Y MERTON, 1985). Mediante su aplicación estas opciones toman un valor económico que se debe

añadir al calculado por el criterio del valor actual neto y vuelve a poner de manifiesto la relación entre la financiación e inversión empresarial.

Los directivos de la empresa deben ocuparse que las decisiones de inversión tengan flexibilidad de adaptación a los constantes cambios del entorno y que su valoración ponga de manifiesto los beneficios y flujos de caja realmente esperados. Sin embargo, en ocasiones los directivos pueden estar interesados en realizar proyectos menos flexibles, que exigen un menor seguimiento y esfuerzo por su parte, pero sobre los que tengan más seguridad respecto a los resultados en el corto plazo. Aunque en otras ocasiones, pueden también optar por proyectos con características rígidas y que precisen amplios periodos de realización y sean de elevada cuantía, pese a que sean menos valiosos y puedan tener un retorno bajo pero poco arriesgado. Las características de estas inversiones aseguran, en mayor medida que las de otras más flexibles y menos seguras, la relación laboral de los directivos con la empresa al disminuir la posibilidad del fracaso del gestor.

Además, aunque acometan proyectos flexibles para los que conozcan el valor de las opciones con las que cuenta, y que les hagan más valiosos que lo que indica su valor actual neto, pueden querer ignorar o no informar a los accionistas de este mayor valor económico. La razón es que cuando se estudia la viabilidad de las inversiones se hace una estimación de los beneficios y riqueza que va a proporcionar. Si la estimación declarada por los directivos es menor que la estimada por ellos mismos, su desempeño final será evaluado conforme a la consecución de unos objetivos de rentabilidad más fáciles de alcanzar y, así, obtener una mayor compensación por su gestión. Retribución más alta que se detrae del beneficio del accionista.

La situación expuesta, en alguna medida, perjudica a los accionistas que no participan en la gestión. Se producen debido a la divergencia de intereses entre ambos colectivos y la menor información que dichos accionistas tienen para evaluar las decisiones tomadas dentro de la empresa. Por tanto, para reducir los posibles efectos negativos se deben instrumentar mecanismos para evitar perjuicios. Estos instrumentos serán parte de las medidas que se tomen para un correcto gobierno corporativo de la sociedad.

Existen otras numerosas ocasiones en las que aparecen conflictos de interés entre los distintos grupos que operan en la empresa o en torno a ella. El siguiente epígrafe analiza dichos conflictos en la toma de decisiones financieras, y sus teorías explicativas, y como afecta al gobierno corporativo de las sociedades.

V. DECISIONES FINANCIERAS, CONFLICTO DE INTERESES Y GOBIERNO CORPORATIVO

Como se ha ido poniendo de manifiesto, la correcta toma de decisiones financieras está condicionada por la existencia de conflictos de interés entre los distintos grupos afectados por su actuación: accionistas, directivos, acreedores, clientes, proveedores y sociedad. El gobierno corporativo de las sociedades tiene como principal objetivo minorar los efectos negativos que puede causar a la empresa la divergencia de objetivos entre estos colectivos. Existen diversas teorías que analizan esta situación, la más importante es la Teoría de la Agencia. Otras teorías cuyas aportaciones complementan a la anterior son las Teorías de los *Stakeholders*, de la Dependencia de los Recursos, del Servidor (*Stewardship*) y de las Señales.

1. Información asimétrica y diferencia de objetivos: Teoría de la Agencia

El acceso asimétrico a la información en las relaciones en la empresa y entorno a ella y la forma para solucionar los problemas a los que puede dar lugar han sido ampliamente analizados en la literatura financiera. El trabajo que más ha influido en el desarrollo de este campo y que dio lugar a la denominada Teoría de la Agencia es “*Theory of the firm. Managerial behaviour, agency costs and capital structure*” (JENSEN Y MECKLING, 1976).

Dicha teoría estudia los conflictos que surgen en la economía como consecuencia de que las partes que intervienen en una determinada relación, normalmente establecida contractualmente, actúen conforme a sus propios objetivos y, al tiempo, puedan causar algún perjuicio a la otra parte. Esta posibilidad, como se ha expuesto, se debe a que una de las partes tenga mayor y mejor acceso a la información que la otra, tanto en el inicio de la relación que mantienen como sobre las circunstancias que concurren posteriormente.

La forma de reducir los problemas que causa esta situación, y que se denominan problemas de agencia, es establecer formas que directa o indirectamente eviten o palien sus efectos. El primer instrumento para hacerlo es el propio contrato que fija las obligaciones de las partes de manera detallada. Sin embargo, por muy exhaustivo que sea y amplia la casuística que considere nunca puede ser un contrato completo (MASCAREÑAS, 2007). Por este motivo, siempre existirán posibilidades de que ocurran estos problemas. Para tratar de minimizar sus efectos económicos sobre las partes es necesario incurrir en unos costes, llamados costes de agencia, con el objetivo de alinear los intereses u objetivos de los sujetos intervinientes en la relación o reducir la asimetría informativa. JENSEN (1993) señala la necesidad de implantar técnicas organizativas en las empresas para conseguir que las decisiones del grupo directivo de la empresa vayan encaminadas a satisfacer los intereses de los accionistas y que los de otros colectivos se preserven.

Algunos de los mecanismos y técnicas organizativas que se establecen con los fines señalados son parte, como se ha señalado, de las medidas que deben tomarse para un adecuado gobierno corporativo de la empresa y que, en última instancia, favorecen la inversión y financiación de la empresa, sus relaciones comerciales y su imagen corporativa.

Sin ánimo de exhaustividad, en las sociedades cotizadas se considera que los mercados financieros actúan como un mecanismo que disciplina las actuaciones de los directivos. En caso de que éstos no tomen las decisiones estratégicas y operativas correctas, que estas decisiones no estén en consonancia con el interés de los accionistas o pongan en peligro los intereses de acreedores, otros colectivos o de la sociedad en general, el mercado reacciona y baja la cotización de las acciones. De esta forma, aumenta la probabilidad de que los accionistas decidan cesar a los actuales gestores o que en el mercado se lance una oferta pública de adquisición de acciones sobre la compañía que, si tiene éxito, dé lugar a una sustitución del equipo gestor (GÓMEZ Y FERNÁNDEZ, 1999).

No obstante, que el mercado actúe como mecanismo disciplinario y de control de las decisiones directivas requiere que esté desarrollado, sea amplio y profundo y que funcione según las características de mercado eficiente, en donde la principal característica es la transparencia. Es decir, que todos los individuos dispongan de la misma información sobre la sociedad cotizada. Además, cuanto mayor sea la dispersión del accionariado y la

inversión institucional, mayor será la eficacia de este mecanismo de control. Sin embargo, como se ha demostrado, el mercado, por sí sólo, no cumple adecuadamente esta función. Es necesario establecer órganos e instrumentar mecanismos de control internos en la compañía y desarrollar la normativa legal pertinente que, en mayor o menor medida, fija las coordenadas del gobierno corporativo de las empresas. Reglamentación sobre esta materia que precisa una permanente revisión y actualización. GUTIERREZ Y SURROCA (2012) afirman la necesidad de combinar la actuación del mercado con otros mecanismos de gobierno corporativo en el caso español

Estos últimos elementos para hacer posible una adecuada gobernanza también son aplicables, con su oportuna adaptación, a las sociedades no cotizadas. Como se sabe, el principal órgano de control interno de una sociedad para esta tarea es su Consejo de Administración. Otros mecanismos esenciales para garantizar una buena gestión son aquellos destinados a controlar los diferentes riesgos que asume la empresa. La normativa también desempeña un importante papel y puede revestir distintas formas, desde códigos de conducta de cumplimiento voluntario a leyes promulgadas al efecto. En este capítulo no se entra en el detalle de su desarrollo y funcionamiento.

2. Otras teorías complementarias a la Teoría de la Agencia.

El análisis y solución de los conflictos analizados por Teoría de la Agencia debe completarse con las aportaciones de otras teorías que la complementan y matizan sus planteamientos y conclusiones. Estas teorías, ya mencionadas, son: la Teoría de los *Stakeholders*, la Teoría de la Dependencia de los Recursos, la Teoría del Servidor (*Stewardship*) y la Teoría de las Señales.

La Teoría de los *Stakeholders* considera que existe una mutua relación de interdependencia entre la empresa y los distintos grupos de interés con los que se relaciona directa o indirectamente. Con ellos, la actuación de la empresa debe encontrarse en equilibrio. Entre estos grupos se pueden citar, además de los ya conocidos, las administraciones públicas, gobiernos, grupos políticos, organizaciones empresariales, sindicales y ciudadanos (FREEMAN, 2010).

La empresa precisa obtener recursos del sistema financiero de sus accionistas y acreedores; atraer en el mercado de trabajo capital humano que tenga el talento, capacidades, competencias, habilidades y relaciones con el entorno que requiere su actividad; aprovisionarse de recursos materiales ofertados por diversos proveedores; captar clientes a los que prestar sus servicios o proveer de productos; cumplir con las obligaciones, administrativas, tributarias, ambientales y otras que impone la Administración; mantener relaciones adecuadas con los poderes políticos, empresariales, sindicales, sociales, etc.

Esta teoría complementa a la Teoría de la Agencia porque no sólo resalta los conflictos entre estos grupos, principalmente directivos, accionistas y proveedores, sino que pone de manifiesto las relaciones de dependencia con los otros colectivos que también tienen interés o preocupación en las actuaciones de la compañía. Alcanzar el equilibrio entre las decisiones y acciones de la empresa y las de estos grupos favorece a todas las partes (MAGILL, QUINZII Y ROCHET, 2013). Para la empresa, en particular, puede traducirse en mejores beneficios empresariales, lo que contribuye a una mejor alineación de los intereses entre los grupos internos de la empresa y con los de los grupos externos.

La Teoría de la Dependencia de los Recursos, por su parte, ahonda en las relaciones de la empresa. Enfatiza en que toda organización depende de su entorno y del resto de organizaciones que existen en él. Al tiempo, la actuación de la empresa influye en el sistema donde opera (PFEFFER Y SALANCIK, 2003). Su dependencia se debe a que no posee ni puede generar todos los recursos que necesita, compite con otras empresas, instituciones u organizaciones para poder utilizarlos y, ante los cambios del entorno, trata de adaptarse a nuevas condiciones. En este proceso se convierte en parte activa de la evolución del medio donde opera. La estrategia del equipo directivo y las relaciones externas que tengan son fundamentales para tener éxito en su permanente adaptación a condiciones cambiantes y en las modificaciones que pretenda conseguir del medio. Esta estrategia debe, para poder competir en el entorno, elegir aquellos nichos de mercado en que pueda tener una ventaja competitiva, lo que le permite reducir su dependencia de recursos (PEDRAGOSA, 2009).

La tercera teoría, la Teoría del Servidor da un contrapunto a la Teoría de la Agencia que es necesario considerar. En esencia, considera que el comportamiento de los directivos no es oportunista y que no antepone sus intereses particulares frente a los intereses de los accionistas. El directivo, aunque busque la maximización de su utilidad o satisfacción, tiene sus objetivos alineados con la empresa a la que presta sus servicios y con los socios para quien trabaja. Los dos objetivos más importantes, compartidos entre directivos y socios, que favorecen este tipo de comportamiento es el compromiso con la supervivencia de la empresa y la conservación de su puesto de trabajo. La coincidencia de estos y otros objetivos se ve reforzada cuanto menor es la dimensión empresarial, más socios participan en la dirección y mayor es la especificidad de la empresa. Características presentes en muchas sociedades no cotizadas y especialmente en las de tipo familiar (NEGREIRA Y NEGREIRA, 2008). Por ello, hay que considerar los planteamientos de esta teoría al instrumentar el gobierno corporativo en dichas empresas.

Por último, la Teoría de las Señales considera, entre otros muchos aspectos, que determinadas informaciones para ser valoradas correctamente por el destinatario no pueden transmitirse de manera directa sino que es necesario hacerlo a través de indicios o de forma indirecta. El motivo es que no existe confianza plena en la veracidad de la información transmitida. Existe la suspicacia de que por interés del transmisor, en este caso los directivos, sólo se comunican las buenas noticias y no las malas. En estas circunstancias, la dirección de la empresa puede tener dificultades en que la situación de la empresa y sus decisiones sean interpretadas correctamente, en particular, por los mercados financieros o, en general, por los distintos grupos de interés (MENÉNDEZ, 1995). Igualmente, los directivos se ven imposibilitados para transmitir algunas buenas noticias por el carácter estratégico que pueden tener. Esto lleva a que el valor de la empresa, en ocasiones, se encuentre infravalorado o que su imagen corporativa no esté tan bien considerada como tendría que estar.

Este problema tiene mayor importancia en las sociedades cotizadas pero también es relevante en las no cotizadas. En las sociedades cotizadas y no cotizadas el principal mecanismo de transmisión de información son los estados financieros a los que se tiene acceso público. La forma de garantizar su veracidad es la auditoría. La auditoría genera un valor económico positivo para la empresa que se manifiesta en un mejor acceso a la financiación (HUGUET Y GANDÍA, 2012) y en una mejora de las relaciones comerciales. Otro factor esencial para la confianza es el prestigio y reputación de los directivos y

socios mayoritarios de la empresa (ARMITAGE Y MARSTON, 2008). Factor siempre importante, pero su importancia aumenta cuanto menor sea la dimensión de la empresa y en las no cotizadas. En estas sociedades, la confianza que se tenga en las personas que las dirigen es la confianza que se tiene en la empresa.

Estas cinco teorías aportan enfoques valiosos a la hora de establecer fórmulas más eficaces para el gobierno corporativo de las sociedades mercantiles y otras organizaciones. En ellas, junto a tener presente el objetivo ineludible de mejorar los resultados de la empresa, y maximizar la utilidad de quienes asumen los riesgos y toman las decisiones, debe prestarse atención a la responsabilidad que la empresa tiene con la sociedad con la que interactúa.

VI. LIMITACIONES FINANCIERAS EN LA PYME Y EN LAS SOCIEDADES NO COTIZADAS

Las empresas de menor dimensión y las sociedades no cotizadas poseen unas características financieras propias que las diferencian de las compañías cotizadas y que se deben tener presentes en todas las políticas y medidas que se tomen por parte de los poderes públicos. Entre ellas, adquieren especial importancia las relacionadas con su mejor gobierno corporativo para mejorar su gestión, competitividad, creación de valor, crecimiento, expansión, consolidación, mantenimiento y creación de empleo y, en última instancia, la supervivencia empresarial.

La característica financiera más evidente es que en este tipo de empresas queda fuera del patrón general de su financiación acudir a los mercados para obtener fondos a título de capital o de deuda. Tienen limitaciones a la hora de poder tomar determinadas decisiones porque no pueden aprovechar un tipo de intermediación financiera que les proporcionaría recursos más cuantiosos, más baratos y que contribuirían a una mayor flexibilidad y refuerzo de su estructura financiera y de inversión.

1. Limitaciones a la financiación propia y ajena en las empresas de menor dimensión

La cuantía de fondos propios de las que pymes y empresas no cotizadas disponen está sujeta a una serie de restricciones. El capital con el que cuentan está limitado por el número de sus socios y las propias limitaciones patrimoniales de los mismos. Las reservas acumuladas dependen del tiempo transcurrido desde su creación y que se hayan podido cargar márgenes suficientes sobre los costes. De tal forma que los beneficios obtenidos durante un número suficiente de ejercicios no hayan tenido que ser repartidos en su totalidad para remunerar adecuadamente a los socios (CRESPO Y CRECENTE, 2013).

Los anteriores condicionamientos son mayores cuanto más cerrada es la propiedad, más corta la historia de la empresa y mayor sea la competencia existente en el mercado, que exige márgenes más ajustados. Por ello, estas limitaciones son mayores en las empresas de menor tamaño y en las empresas no cotizadas frente a las que cotizan. Cuanto menor tamaño tenga la empresa tiene una propiedad más concentrada, prácticamente limitada a los socios fundadores o a un grupo familiar; su vida media es más corta y tienen dificultades para aprovechar determinadas oportunidades. No gozan, por ejemplo, de las mismas economías de escala con las que cuentan empresas de mayor dimensión. Además, al tratar de competir con empresas más consolidadas y, en ocasiones, más

eficientes en costes, deben ajustar sus márgenes, lo que reduce sus beneficios y, por ende, sus posibilidades de capitalización.

Por otra parte, la obtención de financiación ajena depende en mayor medida que en empresas cotizadas de que se aporten mayores garantías frente a los acreedores (CARDONE Y BRIOZZO, 2013). En primer lugar, esto puede reflejarse, en numerosas ocasiones, en que el porcentaje que representa sus deudas sobre la financiación total pueda ser menor y se les exija mayor cantidad de fondos propios para alcanzar un mismo porcentaje de endeudamiento. Esta situación, a su vez, reduce el efecto multiplicador que sobre la financiación total de la empresa, y directamente sobre sus deudas, pudieran tener nuevas aportaciones de fondos propios o dotaciones a reservas. En segundo lugar, los acreedores para conceder financiación pueden exigir, junto a mayores garantías reales, garantías personales que comprometen el patrimonio personal de los socios. La limitación en la financiación también se evidencia en que a menor dimensión de las empresas mayor es su dependencia de la financiación bancaria a corto plazo y de la financiación comercial. Por ello, tienen menor fondo de maniobra y se ven obligadas a renovar su endeudamiento más frecuentemente (GARCÍA-TABUENCA ET AL., 2004 y 2008). Ambos factores las convierten en más vulnerables ante un empeoramiento de las circunstancias de mercado y las hace primar la realización de inversiones con un plazo de recuperación menor frente a otras que pudieran dar lugar a una mayor creación de valor o riqueza, pero que requerirían comprometer fondos a mayor plazo.

Otro aspecto a considerar, es que las mayores garantías requeridas y la mayor dependencia de la financiación a corto plazo son factores que, entre otros, hacen que el riesgo de sus propietarios sea mayor que el que asumen si invierten su patrimonio como meros tenedores de un paquete accionarial diversificado en varias sociedades cotizadas. Esto es, en si mismo, un desincentivo para el crecimiento o expansión empresarial, que actúa en contra de que las empresas puedan alcanzar una mayor eficiencia y competitividad. Los accionistas y la empresa si deciden crecer o expandirse deben asumir un riesgo adicional, que se incrementará, a su vez, debido a la necesidad que tendrán los socios de aportar mayores fondos propios.

La dependencia de las empresas no cotizadas de la financiación propia y de la financiación ajena bancaria y comercial hace que el coste de su financiación sea más elevado que el de las empresas cotizadas. La financiación ajena bancaria a la que tienen que recurrir es más cara que el coste de la deuda que se debe afrontar por la emisión de bonos u obligaciones y, además, el coste que suponen los recursos propios es siempre superior al que originan los recursos ajenos. Igualmente, la cuantía de los fondos de los que pueden disponer es menor, los aportantes suelen ser los socios y acreedores ya existentes. Sólo en ocasiones se captan nuevos socios y suele existir una permanencia de los mismos acreedores financieros. Aunque estos pueden cambiar y aumentar su número más fácilmente que los primeros. Además, al estar más concentrada la propiedad del capital y de las deudas, tanto socios como acreedores bancarios son más propensos a realizar un mayor seguimiento y control de las decisiones directivas. El mayor coste financiero y los menores recursos disponibles hacen que estas empresas sean más exigentes y selectivas en los proyectos que acometen. La mayor concentración de la propiedad, y correlativo mayor control potencial sobre las decisiones directivas, las hace más cautas frente al riesgo. Por tanto, el efecto conjunto de los tres factores les puede empujar a realizar menos proyectos de inversión, de menor dimensión y riesgo

más bajo. Lo anterior, limita su capacidad para generar unos beneficios o una rentabilidad similar a otra empresa análoga que sí cotice en algún mercado financiero.

2. Efecto de las limitaciones financieras en el apalancamiento empresarial

Las mayores restricciones ahora señaladas respecto a los proyectos de inversión que llevan a cabo y la limitación en su financiación suele implicar que estas empresas puedan alcanzar un menor grado de apalancamiento operativo en su activo y de apalancamiento financiero en su pasivo. No obstante, no siempre es así. En el Reino Unido la evidencia empírica demuestra que las empresas no cotizadas tienen mayores ratios de apalancamiento y sus estructuras de capital son muy sensibles a los resultados (BRAV, 2009). En el caso español la evidencia no es concluyente.

El apalancamiento operativo es consecuencia de la relación que guardan los pagos por los costes fijos respecto a los pagos por los costes variables debidos a las distintas estructuras del proceso productivo que puede adoptar la empresa. Cuanto mayor sea la proporción de los costes fijos, la empresa tiene un mayor apalancamiento operativo. Por su parte, el apalancamiento financiero, medido por la relación entre la financiación ajena y la financiación propia de la empresa, es consecuencia de la proporción en que se encuentre el pago de los costes financieros de las deudas (costes que originan unos pagos previamente comprometidos y que, por tanto, se consideran fijos) respecto al pago correspondiente a la remuneración de la financiación propia (remuneración que depende de los beneficios obtenidos y de la disponibilidad de tesorería de la empresa, por lo que se consideran un coste variable). El grado de apalancamiento empresarial, o apalancamiento combinado, es producto de ambos grados de apalancamiento y a mayor grado de apalancamiento operativo o financiero mayor riesgo para la empresa (MASCAREÑAS, 2013). Este riesgo superior se traduce tanto en una mayor variabilidad de sus resultados operativos y del beneficio neto ante cambios en las circunstancias de mercado que afecten a la cifra de negocio, pero también en una esperanza de rentabilidad mayor (SONG, 2005).

Las empresas no cotizadas cuanto menor sea su tamaño ven limitada la posibilidad de aumentar su apalancamiento operativo por su menor o más caro acceso a la financiación. Están obligadas a tener unos procesos productivos menos intensivos en inversión en capital y, relativamente, mayores gastos de personal y de consumos que aquellas que sí puedan incrementarlo. Esto significa que sus procesos productivos tienen una menor eficiencia técnica, son menos productivos y menos rentables económicamente. No obstante, ante circunstancias de mercado que no sean favorables, como en la actual crisis, en las que disminuye su cifra de negocios, la variación que sufren en sus resultados y rentabilidad económica, como se ha indicado, puede ser menor que si tuvieran una estructura en su activo más apalancada. La razón de lo anterior es porque tienen mayor facilidad, que otras empresas con un activo más apalancado, para reducir factores variables para la producción (mano de obra y el consumo de materias primas) que otras empresas para realizar desinversiones en activos fijos o no corrientes. Es decir, al presentar menor variabilidad de sus resultados operativos ante variaciones en su cifra de negocio son empresas que asumen menor riesgo. Sin embargo, esta dependencia en mayor medida de la mano de obra que tienen respecto a las empresas con mayor posibilidad de apalancamiento operativo también se traduce que en etapas recesivas del ciclo económico se produce, proporcionalmente, un mayor ajuste en sus plantillas. Por tanto, las ganancias en productividad que la

reducción de personal puede ocasionar es por una reducción del factor trabajo utilizado y no por obtener un mayor *output* de su proceso productivo. Dicho ajuste, tampoco tiene porqué traducirse en una mejora de su eficiencia técnica.

Por otro lado, las empresas no cotizadas cuanto menor tamaño tengan si ven limitada la posibilidad de aumentar su apalancamiento financiero presentan la desventaja, frente a aquellas que tienen una mayor capacidad para incrementar sus deudas, de tener que asumir un coste medio de su financiación mayor. El mayor coste de su estructura de pasivo hace que el valor de la empresa sea menor que si tuviese un mayor, pero razonable, endeudamiento. Esta mayor dependencia de la financiación propia, cuando se produce, hace que los beneficios netos deban ser asignados a una mayor cifra de fondos propios que si la proporción de las deudas fuera mayor en el conjunto de los recursos financieros utilizados. En términos relativos, esto significa que alcanzan una menor rentabilidad financiera, aunque también la volatilidad de la ganancia obtenida por acción es menor ante variaciones del beneficio neto. Es decir, dicha rentabilidad se ve afectada en menor medida que en las empresas más endeudadas en épocas de crisis, aunque también aumenta en menor proporción en momentos expansivos de la economía que beneficien la facturación de la empresa.

Las restricciones con que se encuentran las pymes y grandes empresas no cotizadas para ampliar y diversificar su base accionarial hace que el riesgo de sus socios sea mayor. Estos tienen, como se indicó, su patrimonio invertido de forma menos diversificada que si repartiesen los fondos que tienen comprometidos en la empresa entre varias empresas cotizadas y, además, su inversión no goza de la liquidez que facilita la negociación de las acciones en un mercado financiero. Igual ocurre con la financiación proporcionada por los acreedores financieros de naturaleza bancaria, el importe de los préstamos concedidos debe ser mayor que si las empresas pudieran obtener parte de su financiación mediante la emisión de empréstitos. Esta circunstancia hace que el menor riesgo que supondría para las empresas no cotizadas un menor grado de apalancamiento combinado, operativo y financiero, se vea compensado por el mayor riesgo que supone a los inversores inmovilizar sus recursos de forma menos diversificada. Este incremento del riesgo puede, en alguna medida, descompensar la proporcionalidad que debe existir en el binomio formado por la rentabilidad y el riesgo, de tal forma, que sea un factor añadido que merme su atractivo para recibir financiación.

En una situación generalizada de restricción crediticia, como la que se está padeciendo, las empresas se ven obligadas a reducir su dependencia de la financiación ajena. Esto provoca una necesaria disminución de su grado de apalancamiento financiero, que las limita tanto, con cara al futuro, para acometer nuevas inversiones como, en el presente, para mantener el modo en que financian sus actuales estructuras productivas. Si las empresas desean supervivir no puede optar más que por aumentar la proporción que en sus pasivos representa los recursos propios de que disponen, al tiempo, que reducir su inversión conforme disminuye el monto total de su financiación.

Téngase en cuenta en estas circunstancias que aquellas empresas con planes de negocios viables para el futuro tienen que hacer un esfuerzo mayor para captar nuevos socios y flexibilizar sus procesos productivos y plantillas. Esta flexibilización, con el fin último de poderse adaptar a variaciones en las condiciones de la demanda, debe permitirles alcanzar mayor eficiencia técnica y se verá directamente reflejada en la composición de sus costes productivos. Un cambio en la estructura de costes, materializado en la

reducción de la proporción de costes fijos respecto a la de costes variables, reduce su apalancamiento operativo. Estrategia que se adecua a una época, como la actual, con mayor incertidumbre. La reducción de ambos tipos de apalancamientos, financiero y operativo, conduce a una reducción del riesgo de la empresa y a una expectativa de rentabilidad más prudente y ajustada a la nueva situación.

El control de los adecuados valores del apalancamiento que en cada etapa del ciclo económico son más convenientes para la empresa recae en su dirección financiera pero, al mismo tiempo, debe ser vigilado por los órganos de gobierno para evitar situaciones que la exponga a un riesgo mayor que el deseado por los accionistas y que perjudicase sus intereses. .

VII. FINANCIACIÓN BANCARIA COMO ELEMENTO DE CONTROL DE LAS DECISIONES EN LAS SOCIEDADES NO COTIZADAS

La asimetría de información en las sociedades no cotizadas entre accionistas y directivos en su relación con acreedores es un problema que en ocasiones se acrecienta con respecto a las cotizadas. La razón es que en las primeras hay una mayor alineación entre los objetivos de accionistas y directivos debido a que hay socios que participan en el equipo de dirección. Esta estrecha vinculación entre ambos colectivos puede perjudicar en ocasiones a los acreedores. Sin embargo, el problema que puede darse en la relación con los acreedores financieros se aminora por la necesidad de mantener una buena reputación crediticia frente a ellos. La reputación es un imperativo para negociar con éxito la continua renovación del endeudamiento o incrementarlo. Este condicionamiento convierte a los bancos que han proporcionado financiación en un elemento de control de las sociedades no cotizadas en mayor medida que en las cotizadas que emiten deuda en los mercados.

1. Los bancos y su exposición al riesgo moral

Los bancos al estudiar la conveniencia de financiar estas sociedades se enfrentan con una situación de riesgo moral. Las decisiones de inversión de la empresa deudora pueden suponer un incremento no previsto del riesgo inicialmente asumido por los aportantes de financiación ajena. La razón que da lugar a esta situación es que los accionistas o socios de la empresa gozan de una responsabilidad limitada ante las obligaciones asumidas frente a terceros. Es decir, si se incrementa estas obligaciones y, consecuentemente, el riesgo de la empresa, también aumenta la probabilidad de los acreedores de no recibir la remuneración que les corresponde por intereses o de pérdida por la no devolución de parte o la totalidad de los recursos financieros proporcionados.

La situación más estudiada por la literatura que producen el mencionado riesgo moral y que implica decisiones de inversión posteriores a la obtención de la financiación es el problema de la sustitución de activos.

Este problema se da como consecuencia de que la empresa deudora invierta en proyectos más arriesgados que en los inicialmente previstos y declarados al acreedor. Esta sustitución de activos aumenta el riesgo económico de la empresa. Aunque, no necesariamente el riesgo financiero si la proporción de la financiación ajena respecto a la propia se mantiene. Los propietarios de la empresa prefieren proyectos más arriesgados frente a los de menor riesgo porque su incremento produce,

correlativamente, el aumento de la esperanza de beneficio y de su rentabilidad financiera. Este incremento del riesgo hace bajar el valor de la deuda existente. Se produce, así, una descompensación en la relación rentabilidad-riesgo inicialmente asumida por el acreedor (MASCAREÑAS, 2007).

Si el proyecto más arriesgado da como resultado un mayor incremento de los beneficios, esta variación positiva corresponde en su totalidad a la propiedad. Los acreedores, mientras tanto, reciben únicamente lo inicialmente pactado. Por el contrario, si el desenlace de ese proyecto es negativo, y produce pérdidas, la propiedad sólo asume su responsabilidad limitada frente a terceros. Los acreedores financieros, por su parte, sufren una mayor pérdida que la esperada. Posibilidad de pérdida que los acreedores, al desconocer la conducta futura del prestatario, han infravalorado al valor la viabilidad de la operación de financiación concedida y al determinar el tipo de interés aplicable conforme al riesgo aceptado.

El problema de la sustitución de activos también se produce cuando la empresa con la nueva financiación decide cambiar la estructura de su activo. De tal forma, que los costes fijos se incrementen respecto a los variables, incluso aunque se diera el caso que el coste unitario actual de la producción se mantenga. El aumento del apalancamiento operativo conlleva también, si no pudiera haber sido previsto por el acreedor, una situación de riesgo moral. Nuevamente este incremento del riesgo haría disminuir el valor de la deuda, al tiempo que incrementaría el potencial beneficio de la empresa, cuando se produjera una situación favorable en el mercado. Si esto no fuera así, volvería a actuar el seguro que supone la responsabilidad limitada de los socios y la posibilidad de una mayor pérdida que la que podría esperar los acreedores.

El problema de peligro moral, debido a decisiones de inversión que la empresa puede tomar contrarias a los intereses de los acreedores, también se ha de considerar el problema que el incremento del apalancamiento financiero - posterior a la deuda previamente asumida - ocasiona. El aumento de la proporción de la deuda respecto a los fondos propios de la empresa incrementa su riesgo financiero y, al mismo tiempo, la esperanza de rentabilidad para los propietarios. Cuando resulta efectiva la gestión de la empresa en el mercado, el beneficio distribuible por acción crece más que proporcionalmente al beneficio por unidad monetaria invertida en la estructura económica de la empresa. Contrariamente, el riesgo asumido por los acreedores aumenta y, de nuevo, no está adecuadamente recompensado. El valor de su inversión, por tanto, disminuye.

No obstante, se considera que los propios bancos son un mecanismo externo de control que mejora el gobierno corporativo de la empresa no cotizada a través de la financiación que prestan.

2. Los bancos como mecanismo de control

Los bancos al aportar financiación juegan también un papel de control sobre las decisiones empresariales (LÓPEZ-ITURRIAGA Y SAONA, 2007). Función que en las sociedades no cotizadas adquiere una especial relevancia al depender su financiación ajena de esta vía. Esto no quiere decir que no jueguen también un importante papel en las que cotizan.

Las instituciones bancarias al poseer equipos especializados en la gestión del riesgo pueden analizar, entre otras, si las decisiones de financiación e inversión son las mejores para que la empresa cumpla los compromisos pactados con ellos. Pero además, aportan un valor adicional a favor de los accionistas y directivos. Los bancos para preservar su propio interés controlarán el nivel de endeudamiento de la empresa, que si es demasiado alto puede llevar a la insolvencia. Esta situación causa un quebranto tanto a los acreedores como a los otros dos grupos. Los bancos al tratar de evitarla controlan a la empresa. Igualmente, favorecen a los accionistas cuando tratan de evitar que los directivos decidan, si es mejor para sus intereses particulares, realizar mayor o menor inversión que la inversión óptima. La banca analiza los proyectos de inversión para los que se la solicitan fondos y la concederá para aquellos que creando mayor riqueza para la empresa y para los socios le permita cobrar los intereses y recuperar el principal de los préstamos.

Este control se ve favorecido por el modelo de crédito relacional (CARBO Y RODRIGUEZ, 2013) extendido en España que hace que exista un conocimiento personal entre los empleados bancarios encargados de recomendar la operación y los directivos o socios de la empresa. Esta estrecha relación permite al acreedor conocer de forma más cercana la situación económica y financiera de la empresa, su plan de inversión, las carencias de financiación, sus carteras de clientes y proveedores y la reputación personal de directivos y socios, entre otros aspectos. De esta forma, este conocimiento mutuo reduce costes de agencia y disminuye el riesgo moral del acreedor respecto a otras situaciones con menor información directa.

Este beneficioso control de los bancos sobre las decisiones de la empresa se instrumenta a priori mediante cláusulas establecidas contractualmente que limitan la discrecionalidad en el uso de los recursos financieros recibidos. A posteriori, si el uso dado por los directivos no ha sido conforme al pactado o el resultado de la inversión no ha sido satisfactorio, los bancos pueden reforzar su control cuando negocian la renovación del endeudamiento. Incluirán nuevas cláusulas que permitan un contrato más completo, endurecerán las condiciones de préstamo o negarán el crédito. Esta posibilidad actúa como un condicionamiento sobre la empresa para no tomar decisiones que pudieran llevarles a ser penalizado en el futuro de esta forma.

Igual que en el caso de la relación entre la empresa y sus acreedores existe otros problemas de intereses contrapuestos entre directivos y accionistas. Estos se deben a la diferencia que existe en la aceptación del riesgo que la empresa asume. Aunque, este posible conflicto es más significativo en las sociedades cotizadas y en ellas necesita ser estudiado con mayor atención que en las sociedades no cotizadas.

Los accionistas son propensos a aceptar proyectos más arriesgados por el mayor incremento de riqueza que pueden obtener y la limitación de su responsabilidad patrimonial. Por el contrario, los directivos son más aversos al riesgo. El riesgo que éstos asumen, si los proyectos arriesgados salen mal, es perder su bien más preciado, el puesto de trabajo. De esta forma, pueden preferir proyectos más seguros pero que pudieran darles más prestigio porque, por ejemplo, facilitarían el crecimiento o presencia social de la empresa.

Por la razón expuesta, en las sociedades no cotizadas puede pensarse que, como existe mayor participación de los accionistas en la dirección de la empresa, hay una mayor propensión a adoptar decisiones de mayor riesgo. Si es así, los acreedores están expuestos a una mayor situación de riesgo moral. Sin embargo, cuando los accionistas

mayoritarios también son directivos tienen un incentivo para ser más cautos. Ellos también se encuentran en la situación de no poder perder su puesto de trabajo. A lo anterior, se une que la inversión de su patrimonio personal está más concentrada en una misma compañía que si se dedicarían a la inversión financiera en los mercados. De esta forma, en las sociedades no cotizadas, y en mayor medida cuanto menor sea su tamaño, así como en las cotizadas de tipo familiar, se produce un mayor alineamiento entre los intereses de accionistas de control y directivos. El efecto de lo anterior sobre los acreedores es que el riesgo moral al que se enfrentan estos (por sustitución de activos o por un incremento del apalancamiento operativo o financiero) puede verse reducido. Esto puede repercutir en conceder mayor financiación y en mejores condiciones, lo que debe ser uno de los objetivos principales de la dirección y gobierno de la empresa.

VIII. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN, INFORMACIÓN CONTABLE, INCENTIVOS, DIRECCIÓN Y CONTROL EXTERNO EN LAS SOCIEDADES NO COTIZADAS

Cuanto mayor sea el tamaño empresarial, la competencia en el mercado donde opere, la vida de la empresa desde su creación, el mayor requerimiento de conocimiento en el sector, la dispersión de la propiedad y la necesidad de financiación externa (propia o ajena) más se manifiesta la necesidad de un mejor gobierno corporativo en las sociedades no cotizadas. Este gobierno se instrumenta a través de la formación de Consejos de Administración eficaces, la realización de una correcta información contable, el establecimiento de incentivos, el compromiso directivo y los mecanismos de control externo, entre otros.

1. Consejo de Administración

En las sociedades con las características enunciadas se precisa una mayor profesionalización de los miembros del Consejo de Administración y del equipo directivo. Además, las capacidades, habilidades y conocimientos de los consejeros entre sí y con los directivos deben ser complementarias para conseguir una gestión más eficiente y mejores resultados. El mejor resultado de la gestión se favorece por la participación de consejeros independientes en los órganos de gobierno. Estos pueden asesorar en las áreas que por sus carreras profesionales sean especialistas, fiscalizar el correcto cumplimiento normativo, el funcionamiento de órganos de control interno dependientes del Consejo de Administración, mediar en los conflictos de intereses entre los propios socios, también entre estos y los directivos, y controlar que la actividad de la empresa no produzca externalidades negativas para la sociedad. Aunque la participación de consejeros independientes puede, en alguna medida, cuestionarse porque este tipo de consejeros normalmente pueden tener menos conocimiento sobre como gestionar la empresa por su menor implicación en ella. Conocimiento que puede ser menor cuanto más específica y especializada sea la actividad de la empresa y más generalista la de estos consejeros.

2. Información contable, incentivos y dirección

Una característica que acompaña a las empresas cuanto más cerca se encuentre a las características destacadas al comienzo de este epígrafe es el requisito de que sean más transparentes. De tal forma, que se instrumente procedimientos de control en la toma de decisiones y de evaluación de resultados. Un adecuado sistema contable para el registro

de las operaciones que proporcione unos estados financieros veraces, completos y suficientemente bien detallados, junto a auditorías independientes, son también imprescindibles para asegurar la adecuada gobernanza de la empresa. Establecer estos procedimientos facilita la supervisión y vigilancia de las decisiones para que estas tomen en beneficio de los aportantes de financiación, tanto accionistas como acreedores. No obstante, es imprescindible que se acompañen de sistemas de remuneración e incentivos a los equipos directivos, e incluso a otros colectivos del personal de la empresa, para que los objetivos de todos ellos se alineen con los objetivos de la propiedad que, en última instancia, es obtener el mayor valor de su inversión. De este modo, la información para evaluar el desempeño directivo que no pueda obtenerse del análisis de la información financiero-contable de la empresa, y que permitiría a estos una “apropiación” parcial de lo que corresponde a los socios, sea, en alguna medida, minimizada.

El objetivo final de supervisión a partir de lo contabilizado y el establecer sistemas de remuneración participativos en los resultados de la empresa deben también, a la vez de evitar la pérdida de parte de valor propiedad de los socios, mejorar el aprovechamiento de oportunidades de inversión que pudieran incrementar dicho valor.

Además de la necesidad de establecer incentivos para la dirección, la contratación de miembros del equipo directivo fuera del grupo fundacional es especialmente relevante en las sociedades no cotizadas y especialmente en las de tipo familiar. La selección de nuevos directivos debe responder a la necesidad de una mayor profesionalidad en la gestión y a precisar cubrir determinados puestos para los que los socios están menos cualificados. Se buscará la complementariedad entre unos y otros para mejorar la operativa de la empresa y sus decisiones estratégicas.

Estos directivos aportan sus conocimientos, experiencia, relaciones, puntos de vista y una visión más amplia del entorno económico y empresarial. Realizan una clara contribución al capital humano de la empresa (GÁLVEZ-GORRIZ, 2002). Una lógica cualidad que tienen que demostrar es su idoneidad para el puesto, tanto al comienzo de su relación con la empresa como a lo largo del tiempo. Periodo temporal de servicio que desean sea lo más dilatado posible, en especial si las condiciones en las que lo desempeñan les resultan favorables.

Cuando un directivo idóneo para el puesto se convierte en insustituible surge un problema de agencia y que, por tanto, requiere su consideración en el gobierno corporativo de la empresa. Alcanzar esta condición es un objetivo de cualquier ejecutivo, ya lo sea en una sociedad cotizada o no cotizada. Esta situación no es un problema tan importante cuando es producto de la alta competencia profesional con la que realizan el trabajo para el que es contratado. Pero sí tendrá mayor poder de negociación para establecer sus condiciones laborales, para decidir rodearse de personal ejecutivo afín, establecer una fuerte alianza con los socios mayoritarios, convertirse en socio y, también, tendrá mayor posibilidad de involucrarse en operaciones de MBI.

El problema de agencia presentado se produce cuando para convertirse en insustituible toma decisiones que pueden ser contrarias a los objetivos de los propietarios y, especialmente, a la creación de valor. Esta será la situación cuando influya decisivamente para que se tomen decisiones de inversión no óptimas. Pero que por otra parte, garantizan su continuidad en la empresa, aunque el rendimiento económico no sea

el mejor que podrían obtener los socios (COELHO, 2000). En todo caso, esta actitud también puede tener consecuencias positiva para los accionistas.

El compromiso que el directivo adopta respecto a la supervivencia de la empresa, por su propio interés, coincide con uno de los principales objetivos de los socios en las empresas no cotizadas. Si el binomio seguridad y rendimiento está adecuadamente equilibrado, esta situación puede también considerarse beneficiosa. Sin embargo, no es la situación en un entorno complejo y altamente competitivo como el actual.

La irreversibilidad de los proyectos elegidos es la característica opuesta a la flexibilidad que deben tener. El mercado global, la rápida evolución tecnológica y los constantes cambios que se están produciendo hacen que las empresas no sólo hayan aumentado su exposición al riesgo producido por el propio entorno, sino que se desenvuelven en un ambiente de marcada incertidumbre. En este contexto, el liderazgo adaptativo del directivo, la flexibilidad acompañada de innovación, la posibilidad de redimensionar o reorientar una inversión, su suspensión o sustitución o para adaptar el modo de producir o comercializar es un valor añadido (CAMISÓN Y VILLAR, 2010). Este plus se agrega a la posibilidad de incrementar la rentabilidad, creación de riqueza del proyecto y supervivencia de la empresa ante radicales cambios no esperados en el mercado.

Los mecanismos de gobierno corporativo en etapas de incertidumbre deben también, incluso en mayor medida que en otros momentos, garantizar el adecuado equilibrio entre cualificación y especialización directiva, necesidad de rendimiento, voluntad de supervivencia de la empresa, así como reversibilidad y flexibilidad de las decisiones tomadas de inversión y financiación.

3. Control externo.

En las sociedades no cotizadas la posibilidad de control externo por parte de los mercados financieros es mucho menor que en aquellas cotizadas. El control externo sólo se materializa cuando la sociedad es participada por nuevos socios, *business angels*, entidades de capital riesgo o como consecuencia de operaciones de *Management Buy In* (MBI).

En la entrada de nuevos socios particulares o institucionales la calidad de la información contable existente es un elemento esencial para establecer el acuerdo sobre el precio de las acciones y el alcance de la participación financiera en la sociedad, así como sobre el papel que los nuevos accionistas van a tener en la dirección de la empresa y su representación en el Consejo de Administración.

No obstante, en estas situaciones, además de la calidad de los estados financieros elaborados por la empresa, también tiene importancia la colaboración que presten los socios ya existentes y directivos para revelar las oportunidades estratégicas que la empresa tratará de aprovechar en el futuro, y que por dicho carácter estratégico y de cauce de acción no son contabilizables, ni de conocimiento público (SCHOLLES ET AL., 2007). La aportación de estos nuevos accionistas no suele ser únicamente de carácter financiero, lo habitual y deseable es que se extienda a los órganos de decisión y control de la empresa y que, de esta forma, aporten nuevos conocimientos, puntos de vista y una visión estratégica que complementen a las que tengan los socios ya existentes. Como consecuencia, pueden facilitar cambios estratégicos, entre los cuales destacamos,

mayor compromiso con la innovación, mayor propensión exportadora, aumento de la diversidad de productos y servicios generados o prestados y dar el paso a la internacionalización de la empresa.

En el caso particular de que se produzca la entrada de inversores institucionales en las sociedades no cotizadas, ésta conlleva normalmente una mayor dilución de la propiedad ostentada por los socios existentes. Dilución debida a una mayor aportación de financiación propia y por la salida tanto de socios minoritarios como por la sustitución del socio o grupos de socios que ostentan mayor participación.

Por otro lado, en las operaciones de MBI la entrada de nueva financiación en la empresa es de menor cuantía que en el caso anterior. Lo que se produce es la sustitución por los directivos de todos los socios, del socio mayoritario o de los socios cuya participación conjunta otorgue mayoría en los órganos de gobierno.

Lo que se pretende con la toma de una participación significativa en el capital de la empresa es mejorar su eficiencia. El objetivo es que se traduzca en un incremento de los rendimientos generados por un cambio en su actuación en el mercado. Al mismo tiempo, estas operaciones permiten que la empresa vaya evolucionando en su ciclo de vida y mejore su estructura de gobierno. De esta forma, se facilita su crecimiento, expansión, consolidación, dar el paso previo para cotizar en los mercados y, lo que es muy importante en las empresas no cotizadas, la sucesión empresarial. Cuando la sucesión empresarial se produce por operaciones de MBI, la empresa deja de ser de carácter familiar a ser, en sentido más estricto, una sociedad de capital. Este cambio conlleva, normalmente, una mayor cualificación y profesionalización en sus órganos de dirección y de gobierno corporativo que contribuirá a aumentar su valor.

IX. ALINEACIÓN Y DIVERGENCIA DE INTERESES EN LAS EMPRESAS DE MENOR DIMENSIÓN

El análisis del problema de la alineación y divergencia de intereses en las empresas de menor dimensión debe prestar atención, entre otros aspectos, al efecto que tiene en la toma de decisiones la mayor especialización de estas empresas, la participación de los accionistas en la dirección y a los estrechos vínculos existentes entre la dirección y los trabajadores, clientes y proveedores.

1. Especialización de las empresas

Las sociedades no cotizadas, y en mayor medida cuanto menor sea su tamaño, para poder ser competitivas respecto a las grandes empresas cotizadas deben buscar nichos de mercados especializados en donde puedan ostentar una mayor ventaja competitiva. La variedad de los productos que ofrecen y servicios que prestan tiene que ser menor y de carácter más específico que los de empresas de mayor tamaño. Esta característica hace que los intereses de directivos no socios, accionistas e incluso parte del resto de la plantilla de trabajadores se encuentren más alineados. Por este motivo, los costes de agencia, por ejemplo de supervisión, en los que deben incurrir los socios frente a los otros dos colectivos disminuyen pero, por el contrario, no el coste de oportunidad que soportan. Socios, gestores y trabajadores tienen una mayor necesidad de que la empresa sobreviva en el mercado. En caso de no ser así, se encuentran con mayor dificultad para comenzar un nuevo proyecto empresarial o encontrar un nuevo empleo. Poseen unos

conocimientos, competencias y habilidades que en menor medida se ajustan a los necesitados por otras empresas.

Los efectos económicos que tiene la especialización de la empresa en la oferta de productos o servicios muy específicos tienen como consecuencia la mayor retribución que deben recibir directivos y trabajadores y la mayor rentabilidad financiera que deberían exigir quien aporta capital. En las empresas de menor tamaño, sin embargo, la cuantía de estas remuneraciones se ve limitada, en numerosas ocasiones, por la necesidad de establecer márgenes más ajustados y costes de producción menores. En compensación, debe existir un mayor compromiso de la empresa y de los trabajadores con la permanencia en el empleo. Incluso, este compromiso tiende a mantenerse en circunstancias económicas de recesión del ciclo económico. En la actual crisis esto puede permitir acordar un mayor ajuste a la baja en salarios y beneficios y un incremento en la productividad que se traduce en una reducción de precios en un contexto de contracción de la demanda. Sin embargo, si las condiciones de mercado son demasiado perjudiciales para la empresa dan lugar a una destrucción del empleo y tejido empresarial más difícilmente recuperable.

La mayor alineación de intereses entre directivos, capital y trabajo pueden provocar una mayor divergencia respecto a los intereses de los acreedores financieros y comerciales. En circunstancias cercanas a la insolvencia empresarial, el riesgo moral que asumen aportantes de financiación ajena y proveedores crece. Si la mayor probabilidad de insolvencia no la valoran suficientemente, la empresa puede estar tentada a no proporcionar la información que revelase esta circunstancia. El objetivo es obtener nueva financiación y aumentar sus aprovisionamientos para tratar de llevar a cabo inversiones de elevado riesgo que, si bien, por un lado, aumentan la probabilidad de la insolvencia, por otro, tendrían una esperanza de mayor beneficio o creación de riqueza. Lo que significa que si la estrategia seguida tiene éxito puede permitir, al menos temporalmente, la supervivencia de la actividad empresarial y los puestos de trabajo. Por el contrario, si sale mal, la insolvencia puede ser un hecho. Nuevamente, el incentivo de los socios para tomar esta decisión es la limitación de responsabilidad frente a terceros que tienen las sociedades de capital y que los acreedores no han podido cuantificar adecuadamente la probabilidad que se llegue a una situación concursal. Además, en las empresas no cotizadas, como la financiación ajena a largo plazo es prácticamente en su totalidad de tipo bancario, esta circunstancia también funciona como incentivo para la estrategia descrita. Los bancos al tener concentrado mayor cantidad de crédito en la empresa que lo que tendrían los obligacionistas y al negociar directamente con ella es probable que en estas situaciones se avengan a un acuerdo de refinanciación de la deuda, si consideran que su pérdida puede ser menor que si la empresa entra en insolvencia (GRINBLATT Y TITMAN, 2003).

2. Participación de socios en la dirección

En las empresas no cotizadas y en la pymes en general, la cercana relación que existe entre dirección y socios mayoritarios, participes habitualmente en la gestión, permite que la vigilancia del esfuerzo con que los directivos desempeñan su labor sea más fácil de realizar que en grandes empresa cotizadas con una composición del capital más diluido. Pero, al mismo tiempo, la estrecha vinculación entre ambos colectivos puede conducir a que se adopten determinadas decisiones que pueden ser en perjuicio de los socios minoritarios. Este es el caso de la utilización de bienes de la empresa en

beneficio propio. Lo que se conoce como beneficios del puesto de trabajo. Entre ellos, pueden citarse: acuerdo de mayores remuneraciones, utilización de coches de empresa de alta gama, viajes frecuentes no estrictamente necesarios y en primera clase, elevados gastos de representación, aportaciones a fondos de pensiones realizadas por la empresa, contratación de seguros médicos y de vida, pacto de indemnizaciones por encima de las legalmente establecidas o de la media del sector, entre otros. Los gastos que suponen los anteriores conceptos son soportados por todos los accionistas (MASCAREÑAS, 2007), pero sólo se disfrutan por los directivos, tanto los que compartan la condición de socios como los que no los son. Por tanto, para los socios que son directivos, los privilegios que comporta ocupar un puesto en la dirección les supone un menor coste económico que el beneficio que les reporta. Además, compartir estas prebendas con el resto del equipo de dirección es un incentivo para que las decisiones busquen el interés de los socios mayoritarios frente al resto de socios.

3. Vínculos entre dirección, trabajadores, cliente y proveedores

Cuanto menor es la dimensión de las empresas, la vinculación que se establece entre dirección, trabajadores, clientes, proveedores es más estrecha. De tal forma, que las decisiones que tome la dirección pueden ir dirigidas en sentido de mantenerlas y reforzarlas, en lugar de buscar maximizar el beneficio de los accionistas minoritarios a través del valor creado. Suele darse un cierto sentimiento de lealtad entre los grupos mencionados, que aumenta por una mayor permanencia de directivos y trabajadores en la misma empresa y se refuerza por la mutua dependencia que existe entre ellos (DONALDSON Y LORSCH, 1983).

En estas empresas son mayores las dificultades a las que da lugar la pérdida de talento por una rotación no deseada de mandos intermedios o de trabajadores. El conocimiento del negocio está más concentrado en personas claves que en compañías de mayor dimensión. Igualmente, como sus ventas y suministros están concentrados en un número reducido de clientes y proveedores, la pérdida de alguno de ellos puede poner en dificultades a la empresa.

Sus clientes tienen como principales intereses que sus compras sean entregadas en los plazos estipulados, que no se produzcan retrasos o suspensiones en el suministro y en poder confiar que la empresa cumpla con los compromisos postventa. La seguridad que tengan en el cumplimiento de lo anterior dependerá de que estén convencidos de la continuidad de la empresa en el futuro.

La relación con sus proveedores es algo más compleja porque además de vender a la empresa son una fuente de financiación a corto plazo a través del crédito comercial. Por tanto, la confianza que deben tener en la empresa debe ser mayor que la de los propios clientes. Deben estar seguros que la empresa contará en el futuro con la tesorería para pagarles. Por ello, tiene que soportar un coste de supervisión de la calidad crediticia de la empresa. Este coste de agencia, en caso de ser necesario, es repercutido en el precio. Cuanto mayor sea la reputación de a quien abastecen, menor será el coste y, en consecuencia, mejor el precio del suministro. De esta forma, una buena reputación empresarial y personal de directivos y socios es imprescindible (PIRSON Y MALHORTA, 2009). Mantener los compromisos acordados es esencial para permitir, en muchos casos, la propia viabilidad futura de la compañía.

Consecuencia de los aspectos señalados, las decisiones pueden orientarse más a estrategias de consolidación de la situación actual de la empresa en el mercado que a otros objetivos que pueden considerarse como generadores de un mayor riesgo para la empresa. En este tipo de empresas, el crecimiento, expansión, salida a los mercados exteriores, internacionalización, diversificación de la cartera de productos o servicios ofrecidos, la innovación, la inversión en activos, o, incluso, modificar la estructura productiva o de financiación, aunque pueda ser beneficioso para la rentabilidad económica o financiera de los accionistas, son objetivos que pueden verse postergados. En ocasiones, sólo se apuesta por ellos cuando no existe otra solución para tratar la que la empresa superviva. El agotamiento del mercado nacional o una contracción de la demanda interna son los detonantes más habituales. Por tanto, el correcto gobierno de la empresa requiere, tanto en épocas de recesión como de expansión, los medios que faciliten la toma de decisiones estratégicas beneficiosas a largo plazo y que, por las razones expuestas, pueden verse perjudicadas al optar por la consecución de objetivos a corto plazo.

4. Algunos hallazgos de la investigación académica respecto a las sociedades no cotizadas

La investigación empírica ha obtenido evidencia que cuanto más disperso sea la propiedad del capital de una sociedad no cotizada, y consecuentemente deba tener mejores mecanismos de gobierno corporativo en lo relativo a la toma de decisiones, las empresas adoptan una mayor planificación estratégica y son capaces de modificarla si así es necesario (BRUNNINGE ET AL., 2007). De igual modo, estas empresas son capaces de incrementar sus recursos basados en el conocimiento para ganar en competitividad en los mercados nacionales y para afrontar mejor un proceso de internacionalización, así como alcanzar una relación más estrecha y generadora de mayor conocimiento con clientes y proveedores (ZAHRA ET AL., 2007 y MOUZAS Y FORD, 2012). En las empresas familiares, por su parte, la mayor relación de confianza entre los miembros de la familia, el compartir similares objetivos y visión, la existencia de un elevado grado de compromiso con la empresa y su continuidad e incluso que la relación social con los directivos sea más estrecha que en otras sociedades, son factores, entre otros, que hacen que el gobierno de estas sociedades adopte un carácter menos formalizado (VAN DEN HEUVEL, 2006). En este tipo de empresa, los procedimientos contables y financieros, la auditoría interna, el detalle de los estados financieros, los planes de incentivos, el modo de formulación y ratificación de las decisiones estratégicas pueden estar menos implantados y desarrollados. A pesar de lo anterior, dado el compromiso de la familia con la empresa y que la reputación familiar está íntimamente ligada a la corporativa, la relación con los bancos, otros acreedores financieros y comerciales, con clientes y trabajadores se ve favorecida, así como el desempeño económico de la empresa. En todo caso, los accionistas minoritarios desearan disponer de mayor y mejor información que la que necesitan tener los mayoritarios, principalmente porque estos últimos tienen una mayor participación en el gobierno de la empresa y suelen, al mismo tiempo, formar parte del cuadro directivo.

X. GOBIERNO CORPORATIVO Y FISCALIDAD: OBLIGACIÓN Y REPUTACIÓN DE LA EMPRESA

Un aspecto importante a tener presente, dentro del contexto institucional en el que se desenvuelve la actividad de la empresa, es su relación con los requerimientos fiscales, ya sean estatales, autonómicos o locales. Es evidente, que en este caso existe una contraposición de intereses. La empresa desea que el efecto de la presión impositiva a

la que está sometida afecte en la menor medida posible a sus beneficios netos y a la disponibilidad de tesorería. Por su parte, las distintas administraciones quieren asegurar el cumplimiento estricto de las obligaciones tributarias. A mayor presión fiscal, puede existir un incentivo para que la empresa oculte información a la Administración sobre el resultado económico de su gestión. Al mismo tiempo, cuanto mayor sea la posibilidad y necesidad de recaudación por parte de las distintas Haciendas, mayor será su incentivo de supervisión y de exigencia de calidad de la información contable.

Los costes de agencia en la relación entre contribuyente y Administración recaen en ambos. Para la empresa se producen por la obligación de asumir el coste de una mayor transparencia informativa y asegurar el correcto cumplimiento tributario. Para la Administración son debidos a la necesidad de la mencionada supervisión del cumplimiento de la legislación tributaria.

En el caso de la empresa estos costes se agravan debido a la existencia de una legislación sobre la materia compleja, cambiante y con una carga burocrática excesiva. Características de la legislación que provocan un coste improductivo a la empresa y una ineficiencia en la economía. A su vez, una excesiva presión fiscal, máxime en tiempos de crisis y recesión como los actuales, lastra la actividad económica, la creación de empresas, la supervivencia del tejido productivo y la generación de empleo. Las empresas, cuanto menor sea su tamaño y menor la profesionalización de sus departamentos administrativos, en mayor medida sufren merma en la rentabilidad financiera que obtienen y en la disponibilidad de liquidez por el efecto de los impuestos. La asimetría que produce el efecto impositivo entre distintas empresas queda claramente puesta de manifiesto al comparar su incidencia, por ejemplo, en las pymes con respecto a las grandes empresas multinacionales cotizadas.

En la actual situación de grave restricción de financiación bancaria en la que se ve inmersa la empresa no cotizada, y especialmente la pyme, el cumplimiento del pago de los impuestos se suma como un factor añadido a su carencia de liquidez para afrontar obligaciones corrientes o para acometer inversión productiva. Situación que empeora por el incremento de la morosidad en la cobro a los clientes, entre los que se encuentran las propias Administraciones Públicas. Esta situación, puede actuar, de nuevo, como incentivo para tratar de eludir nuevas obligaciones tributarias.

El negativo impacto de la presión impositiva en la actividad económica, los beneficios, liquidez empresarial y empleo se reflejan tanto en una contracción de la inversión como del consumo y agudiza la dinámica recesiva de la economía. Lo anterior, conlleva una menor recaudación por impuestos y un correlativo incremento del déficit fiscal y del endeudamiento público del Estado, que debe afrontar, entre otras cosas, mayores cargas sociales.

En todo caso, independientemente de la divergencia de intereses que empresa y Administraciones Públicas tienen respecto al pago de impuestos y otros cumplimientos normativos, la empresa debe cumplir estrictamente con lo establecido en las diversas legislaciones. Un mecanismo que favorece este cumplimiento es que existan órganos encargados del cumplimiento normativo en la estructura de gobierno de la sociedad y que sean independientes de la dirección y propiedad de la empresa. En la actualidad, se está consolidando una línea de investigación que explora como estos problemas de

agencia implican una estrecha relación entre el sistema impositivo y el gobierno corporativo (DESAI Y DHARMAPALA, 2008).

Un factor, que actúa como incentivo para el fiel cumplimiento de las obligaciones tributarias y que favorece la reputación de empresa, directivos y accionistas es que exista una conciencia social que prime a quien las cumple y penalice a quien las elude. No sólo son imprescindibles sanciones prevista por la Ley. También lo es que clientes y consumidores tengan una aceptación más favorable de los productos o servicios que ofrecen en el mercado las empresas cumplidoras. Es decir, de aquellas que contribuyen, además de a la creación de empleo y riqueza en una nación, también a sostener, con parte de los beneficios que obtienen, pilares básicos de la equidad social y del bienestar: educación, sanidad, pensiones, medio ambiente, seguridad, infraestructuras, etc. El cumplimiento de las obligaciones es un factor que a los ojos de la sociedad debe contribuir necesariamente a una mejor reputación de la empresa (HARTNETT, 2008) con las consecuencias positivas que, en todos los ámbitos, esta debe tener.

XI. GOBIERNO CORPORATIVO E INDICADORES ECÓNOMICO, FINANCIEROS Y SOCIALES PARA LA EVALUACIÓN DEL DESEMPEÑO DE LA EMPRESA

El fin último de establecer un adecuado gobierno corporativo en las sociedades es que éstas cumplan sus principales objetivos: creación de valor para los accionistas y supervivencia de la empresa. Su consecución debe realizarse manteniendo un perfecto equilibrio entre la actuación de la compañía, su entorno y los distintos grupos de interés que se relacionan e interactúan con ella. Para la evaluación de su desempeño es necesario establecer indicadores económicos, financieros y sociales que permitan evaluar, en alguna medida, la consecución de estos objetivos.

1. Indicadores económicos y financieros

Para evaluar la creación de valor de la empresa y, en lo posible, su capacidad de supervivir, toma especial relevancia la vigilancia de algunas magnitudes, relaciones y ratios utilizadas tradicionalmente en el análisis de estados financieros. Debe definirse, para cada empresa cuales son los intervalos de valores más adecuados entre los que estas medidas es conveniente que se sitúen y vigilar que estén siguiendo una correcta evolución. De esta forma, evitar que se puedan acumular desequilibrios no deseados o incluso llegar a la insolvencia empresarial (SOMOZA Y VALLVERDÚ, 2009). Hay numerosas ratios o relaciones para este fin, cuyo cálculo está consolidado como herramienta contable de análisis de la situación, actividad, evolución de la empresa y gestión del riesgo.

Por otra parte, medir si se alcanza la satisfactoria conciliación con los distintos grupos de interés y la sociedad es más complejo. No obstante, existen indicadores dirigidos a los colectivos externos que permiten gestionar e informar sobre el correcto alcance de la Responsabilidad Social Empresarial (RSE).

En las empresas cotizadas, como están permanentemente monitorizadas por gran cantidad de analistas, las conclusiones que se extraen del análisis se incorporan en el valor de cotización de las acciones, al menos parcialmente, y en mayor medida cuanto más se acerque el mercado a las características de mercado perfecto. Como

consecuencia, si el resultado del análisis respecto a la actividad de la empresa, su situación patrimonial, solvencia o liquidez no es positivo, muestra una inapropiada evolución o malas perspectivas para el futuro, el precio en el mercado cae. Por el contrario, si el resultado del análisis es positivo el precio se mantiene o sube.

En las empresas cotizadas y en grandes empresas que no coticen, la forma de informar sobre las actividades y cumplimiento de la RSE está más evolucionada y desarrollada dentro de las prácticas del gobierno corporativo. Igualmente, su incidencia en el valor de la empresa cotizada es superior y más evidente que en no cotizadas.

En la sociedad no cotizada, accionistas, directivos, acreedores comerciales y financieros, así como los empleados son los grupos más interesados por el resultado de este análisis económico-financiero. La información sobre el cumplimiento de la RSE está menos implantada pero también es importante para los anteriores grupos y para los colectivos externos.

Algunos indicadores económico-financieros que se destacan son: las ratios de composición del activo y endeudamiento, el grado de apalancamiento financiero (operativo y combinado), las ratios de solvencia a corto y liquidez, el fondo de maniobra respecto a cifra de negocio, el periodo de maduración económico, el periodo de maduración de las deudas, la cobertura de gastos financieros, el plazo medio de cobro y pago de clientes y a proveedores, relación entre acreedores y deudores a corto plazo, capacidad de generación de tesorería y de valor añadido respecto a la deuda a corto plazo y total, pero también, respecto a la cifra de negocios, inversión a largo y total (a partir de medidas como, por ejemplo, el beneficio bruto de explotación antes de gastos financieros o EBITDA, en sus siglas en inglés⁴), medidas de rentabilidad económica y financiera, beneficio y dividendo por acción, productividad, eficiencia, costes de los distintos tipos de financiación y de la fiscalidad, sin olvidar medidas del compromiso de la empresa con la innovación, exportación e internacionalización.

Los anteriores indicadores proporcionan conocimiento de: 1) la estructura económica y financiera de la empresa; la sensibilidad de los beneficios ante cambios en la cifra de negocio y de la ganancia por acción ante variaciones en el beneficio bruto antes del pago de intereses o ante variaciones de la propia cifra de negocios, en si mismos, una medidas del riesgo comercial y financiero; 2) la capacidad que tiene la empresa de no hallarse en situaciones de insolvencia en el medio o largo plazo y de no tener dificultades de tesorería en el corto plazo; 3) que exista una estructura de inversión y financiación equilibrada, con un fondo de maniobra suficiente y ajustado al volumen de negocio de la empresa, a su periodo de maduración operativo y al periodo de maduración de las deudas; 4) que los pagos a acreedores comerciales y financieros estén adecuadamente cubiertos, los primeros con el plan de cobros a los clientes y, los segundos con los beneficios de la empresa; 5) la capacidad de la empresa de producir flujos de caja proporcionales a financiación utilizada y a la inversión realizada, de tal forma que, por un lado, exista tesorería cada año para pagar las deudas que vayan venciendo y tener cubierta una parte o la totalidad del endeudamiento y, por otro lado, que la inversión realizada sean eficiente y permita la devolución de los capitales obtenidos para llevarla a cabo; 6) los beneficios obtenidos respecto al capital utilizado o respecto a la inversión realizada (observando la relación que existe entre ambas a través

⁴ Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization

del apalancamiento financiero); 7) el valor añadido producido por cada trabajador y la eficiencia del proceso productivo; 8) los costes a los que la empresa se enfrenta por el uso de diversas formas de financiación ajena e interna, en lo cual, debe considerarse el efecto fiscal, al tiempo que medir la gestión del coste de la fiscalidad en los resultados empresariales y 9) el compromiso con el futuro de la empresa y su competitividad en un mercado global.

La mejor comprensión y las conclusiones que se pueden obtener a partir de ello, se consigue si se comparan con los valores de las empresas similares en actividad y tamaño. Igualmente, esta comparación debe ampliarse. Se tiene que analizar los motivos de la evolución que hayan experimentado en los años anteriores y como puede ser la evolución futura según las previsiones que se realicen del entorno macroeconómico y empresarial.

El conocimiento de toda esta información a lo largo del tiempo, y en comparación con otras empresas, proporciona una herramienta para evaluar como la empresa puede enfrentarse a su futuro. Permite encontrar desequilibrios en su estructura productiva, detectar peligros en su capacidad de financiación (ya sea por el volumen requerido o por la frecuencia con la que necesite renovar sus deudas), analizar la capacidad de afrontar los vencimientos de pagos, identificar problemas en su circulante, prever insuficiencia de los flujos de caja para crear el valor exigido por los accionistas, evaluar ineficiencias que afecten a la rentabilidad económica o productividad, ponderar lo que puede significar una excesiva influencia del apalancamiento en la rentabilidad financiera o mejorar la gestión de los impuestos. Como puede observarse, la vigilancia de los aspectos señalados es esencial para tratar de evitar o paliar los efectos de una crisis como la actual.

El exacto cálculo y correcta interpretación de los indicadores deben realizarse por los directivos. Esta información, debidamente explicada (incluyendo su incidencia en el riesgo empresarial), debe estar a disposición de los accionistas, acreedores y restos de grupos de interés.

De esta forma, la información proporcionada por todo lo anterior contribuye a disminuir la asimetría de información entre los diferentes grupos y un mejor alineamiento de sus intereses. Fin este que tiene toda iniciativa de gobierno corporativo.

A pesar de lo dicho, la utilización de las anteriores ratios tienen limitaciones: valoran el impacto de nuevas medidas de gobierno corporativo con un importante retraso, sus valores es necesario que se corrijan de forma más precisa mediante medidas de riesgo y no capturan todo lo que representa creación de valor (AHRENS, FILATOTCHEV Y THOMSIN, 2011).

2. Indicadores de responsabilidad social

Los indicadores que debe considerar la empresa no cotizada, como ya se ha dicho, van más allá de los de carácter económico financiero. En aquellos, los más interesados son los que directivos, accionistas, acreedores, trabajadores y poderes públicos. Los grupos externos o *stakeholders* están principalmente interesados en los indicadores que muestran la Responsabilidad Social Empresarial. Estos grupos, entre otros, son: trabajadores (que son un colectivo que puede ser considerado interno y externo a la

empresa), proveedores, clientes, Administración, comunidad, competidores y todos aquellos preocupados por el medio ambiente.

En Europa, el concepto de RSE incluye, como mínimo, tres dimensiones básicas: económica (buen gobierno corporativo), social (conciliación de la vida laboral-familiar) y medioambiental. No obstante, la interpretación de cada una de estas dimensiones tiene matizaciones según el país. Pese a las posibles diferencias existentes, el punto común es considerar la RSE como una asunción de obligaciones de forma voluntaria por parte de la empresa, por encima de las obligaciones legales y contractuales.

El cuadro 6 presenta algunos aspectos en los que se pone mayor énfasis en algunos países europeos, según se desprende del del proyecto Europeo *ESTER (Régulation sociale des entreprises transnationales européennes)*, realizado por nueve universidades dentro del VI Programa Marco de la Comisión Europea para la Investigación y el Desarrollo.

Cuadro 6: Principales aspectos diferenciadores de la Responsabilidad Social entre países Europeos

España	Integridad del negocio y ética empresarial Ética empresarial y buenas prácticas en el mercado de valores Escasa dimensión medioambiental Beneficios por contribuciones a fundaciones y a Organizaciones no lucrativas Avances en la información de memorias de sostenibilidad de las empresas
Italia	Búsqueda de rentabilidad por el reconocimiento público Transparencia de la información y mejora de las relaciones con los grupos de interés Salud y seguridad en el trabajo Evitar discriminación laboral
Alemania	Intereses publicitarios Motivación de la plantilla para ganar productividad Fuerte impacto de la dimensión económica sobre otras dimensiones
Holanda	Imagen y reputación Integridad del negocio y ética empresarial Asunción de responsabilidades por parte de los empleados Trabajo social y filantropía Cumplimiento extendido de la normativa medioambiental
Inglaterra	Intereses publicitarios Procedimientos formales de consultas con los sindicatos Importancia de los convenios colectivos Cumplimiento extendido de la normativa medioambiental
Francia	Diferenciación impuesta por el entorno competitivo Integrar la sostenibilidad en todos los procesos empresariales Prevención de riesgos laborales futuros y la protección de los derechos humanos Con el medio ambiente: “Délegué au développement durable”

Fuente: Elaboración propia adaptado de Aparicio y Váldez (2009)

En España, existen numerosas propuestas respecto a cuales deben ser los indicadores más relevantes. Una propuesta interesante a este respecto es la que realizan VILANOVA Y DINARES (2009). Estos autores señalan los ítems a evaluar por los indicadores para cada grupo de interés (cuadro 5).

Cuadro 5: Propuesta de indicadores de Responsabilidad Social Empresarial en empresas no cotizadas

Trabajadores	Clientes	Administración
Valor económico generado Remuneración Condiciones ambientales en el	Satisfacción del cliente Derechos humanos Responsabilidad sobre los	Valor económico generado Inversiones y servicios que proporcionen un beneficio social

lugar de trabajo Evaluación de resultados y competencias Absentismo laboral Perfil de la plantilla de trabajadores Formación de los trabajadores Rotación de la plantilla Conciliación de la vida laboral, familiar y personal Respeto a los derechos humanos Programas de igualdad de oportunidades Residuos producidos Verificación ambiental externa independiente Accidentes laborales y enfermedades profesionales Representación formal en la gestión Representación sindical o colectiva Política de salud y seguridad en el trabajo Acoso y abuso	productos y servicios Retención y fidelización del cliente Reclamación de productos Impacto por marketing social Sistema de gestión ambiental Privacidad del cliente Tipología de clientes Responsabilidad comunicativa del producto Selección, evaluación y asociación con clientes	Relaciones con los poderes políticos y de lobby Ayudas del gobierno
	Comunidad	
	Proveedores Condiciones y media de tiempo de pago Formación de los trabajadores Respeto de los derechos humanos de los trabajadores Buenas prácticas con los proveedores locales y de otros lugares Selección, evaluación y asociación con proveedores	Respeto a los derechos humanos de la comunidad Valor económico generado Relación con la comunidad Premios y distinciones por actuación responsable Inversiones y servicios que proporcionen un beneficio público Responsabilidad comunicativa del producto a la comunidad, clientes, proveedores y a los competidores actuales y potenciales Compromiso con la democracia y el respeto a la libertad Fomento de la igualdad de trato, en oportunidades y en conciliación de la vida personal, familiar y laboral
Medio ambiente		
Consumos de energía y agua, condiciones ambientales en el lugar de trabajo, verificación ambiental externa independiente, reciclaje, sistema de gestión medioambiental, emisiones de gases, emisiones de efluentes, respeto a la biodiversidad		

Fuente: Vilanova, M y Dinarès, M (2009) y elaboración propia

El mejor cumplimiento de los objetivos de responsabilidad social que se imponga la empresa tiene efectos positivos en su valor. Por citar algunos factores que contribuyen a ello: tener mayor poder de atracción de talento (GREENING Y TURBAN , 2000); trabajadores más comprometidos, con mayor formación y cualificación, más productivos y con menor tasa de absentismo; mayor fidelización de los clientes, confianza en la empresa y mejor imagen en el mercado que potencia las ventas y permite cobrar un mayor precio (FERNÁNDEZ-KRANZ Y MERINO-CASTELLÓ, A., 2005); proveedores que valoran más que la comunidad conozca su vinculación con la empresa a la que abastecen, mejores condiciones comerciales concedidas y confianza en el buen fin de las operaciones de venta; poder acceder a ayudas públicas (el cumplimiento de las obligaciones de toda índole impuestas por la Administración, especialmente las de tipo tributario y con las Seguridad Social, es una condición *sine qua non*); mejor reputación, la imagen que de la empresa tenga la sociedad es un elemento clave que influye directamente en su potencial crecimiento y en su competitividad; por último, pero no menos importante, es el respeto al medio ambiente. En la actualidad, con una concienciación social creciente la RSE se ha convertido en una variable que afecta directamente a la reputación empresarial de la pyme (LIZCAINO, 2011).

Entre los numerosos trabajos académicos que contrastan la existencia de los anteriores efectos sobre la empresa, GALLARDO-VÁZQUEZ Y SÁNCHEZ-HERNÁNDEZ (2013) para el caso de las microempresas encuentran evidencia para considerar la RSE como un motor para la competitividad empresarial, sostenibilidad y el desarrollo regional. Por esta razón, recomiendan “potenciar el impulso institucional de la RSE y dirigirlo más a las

microempresas”. Los resultados obtenidos pueden ser extrapolados al resto de tamaños empresariales de empresas no cotizadas.

Una buena información sobre la estructura de inversión y financiación de la empresa y de su desempeño social, económico y financiero, así como la garantía de que los intereses de los distintos colectivos son satisfechos, pero en un situación, en cierto grado, de subordinación a los de la propiedad, es imprescindible para que la empresa pueda obtener nueva financiación externa, propia o ajena. Este requisito toma especial relieve en la actual situación de restricción crediticia para atraer inversión en forma de capital o deuda por parte de inversores privados o institucionales, nacionales o extranjeros. En igual sentido, es condición para acceder a las nuevas posibilidades de obtener recursos que los poderes públicos están impulsando en forma de apoyos directos o a partir de nuevos mercados financieros a medida de las empresas no cotizadas o de menor tamaño.

XII. MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL: EJEMPLO DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS SOCIEDADES NO COTIZADAS

Los objetivos, mecanismos e instrumentos de gobierno corporativo y RSE de las empresas que cotizan actualmente en el MAB pueden servir de modelo inicial a las empresas no cotizadas. Con este fin, en el presente epígrafe se analiza este aspecto en dichas sociedades y se apunta como cotizar les ha beneficiado para obtener mayor financiación.

El MAB fue aprobado por el Consejo de Ministros en diciembre de 2005 y permitió la cotización en una primera fase a las Sociedades de Inversión de Capital Variable y posteriormente, en una segunda fase, a las Entidades de Capital Riesgo. En marzo de 2008 la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo amplió como mercado para empresas en expansión.

Este mercado es una vía que tienen las pequeñas, medianas y grandes empresas no cotizadas para acceder a fondos propios que les permitan afrontar su crecimiento, expansión, consolidación u otros retos estratégicos como la innovación, diversificación, exportación o internacionalización.

Por el momento, sólo poco más de dos decenas de sociedades han emitido acciones en el MAB. Sin embargo, una característica sobresaliente de estas empresas es que pertenecen a ramas de actividad generadoras de alto valor añadido y que su desarrollo y ejemplo podría contribuir al cambio del modelo productivo español y a la revalorización del capital humano existente.

La restricción que existe a la financiación empresarial y la necesidad que los emprendedores de este tipo de proyectos tienen de acceder a recursos financieros, con el fin de poder desarrollar sus ideas y aprovechar las oportunidades de negocio, parece trazar un camino en el que el MAB sea un importante instrumento para facilitar la viabilidad de empresas e impulsar la competitividad.

Para aprovechar las ventajas que tiene el MAB como canal para la financiación es necesario que exista un importante número de empresa con potencial de cotización en él. Éstas no deben dudar en dar el paso para que sus acciones se negocien. Se precisa

que se adopten todas las medidas necesarias para crear confianza entre los posibles inversores y que los poderes públicos otorguen mayores incentivos fiscales a las empresas que coticen y a quien invierta en ellas⁵. Entre otras medidas, las buenas prácticas en su gobierno corporativo ocupan el lugar más relevante.

1. Objetivos y ventajas de cotizar en el MAB

La salida a cotización en el MAB requiere una fase previa de elaboración y presentación de informes y documentos. Entre la información a recoger, según determina la Circular MAB 5/2010, destaca: un diseño atractivo del plan de negocios y estratégico de la compañía, los factores de riesgo que la afectan y que los potenciales inversores deben tener en cuenta, una descripción de sus actividades principales y de su situación financiera y patrimonial de los últimos años (mediante las correspondientes cuentas anuales auditadas con las normas internacionales NIIF), la composición de su equipo directivo y Consejo de Administración e identificación de sus principales accionistas. Además, para garantizar una correcta cotización de los valores en el mercado, inicialmente se estableció que la empresa debe: contar con un capital desembolsado al 100 por 100, las acciones no deben tener ninguna traba para su libre transmisibilidad, deben colocar los valores a través de una oferta pública de venta (OPV), oferta pública de suscripción (OPS) o *listing*, tener un importe mínimo de capital flotante de dos millones de euros y contratar con un proveedor de liquidez y un asesor registrado que compruebe el cumplimiento por la sociedad de todos los requisitos financieros y legales y que actúa de intermediario entre la sociedad y los órganos rectores del mercado (SERVICIO DE ESTUDIOS BME, 2007).

En la anterior documentación las empresas tienen que manifestar las razones por las cuales han decidido cotizar en este mercado. La gran mayoría de las sociedades afirman que han accedido a él para obtener financiación propia a través de la emisión de capital, liquidez para los valores emitidos y lograr una ampliación de la base accionarial que permita garantizar la continuidad de la empresa en un futuro. Otro argumento empleado es la mejora en la calidad crediticia y reducción del coste de las deudas. La presencia en este mercado les confiere garantía de mayor solidez informativa y mejor imagen corporativa y reputación ante las entidades crediticias. Estas características deben traducirse en mejorar el acceso al crédito y la negociación de las condiciones para obtener o renegociar su financiación ajena. Finalmente, se esgrime otras razones, tales como potenciar la internacionalización, incentivar a los trabajadores mediante la remuneración basada en la entrega de acciones de la empresa o incrementar la competitividad.

Como se puede comprobar, entre el contenido de la documentación que las sociedades deben aportar para ser admitidas a cotizar en el MAB tiene especial importancia

⁵ Desde el punto de vista del inversor que adquiere valores de empresas cotizadas en el MAB, los incentivos fiscales se concretan en aplicación de deducciones en la cuota íntegra autonómica. En concreto, la Generalitat de Cataluña, la Comunidad de Madrid y la Comunidad de Aragón han establecido una deducción equivalente al veinte por ciento a los primeros diez mil euros invertidos en la adquisición de acciones durante el ejercicio fiscal. Además, es preciso que la inversión no exceda del diez por ciento del capital social de la entidad y que el plazo de mantenimiento de la inversión sea superior a dos años. En el caso de Galicia la deducción se reduce al quince por ciento y se amplía el plazo de mantenimiento de la inversión a tres años, pero se permite que el incentivo se aplique en los primeros cuatro años y no solamente durante el año de realización de la inversión. No obstante, estas deducciones deberían generalizarse para el conjunto de comunidades autónomas, dentro del marco de unidad de mercado, y ampliadas con otros incentivos fiscales tales como diferir las ganancias en caso de reinversión de los beneficios obtenidos en nuevas acciones de empresas cotizadas en el MAB.

informar sobre características de su gobierno corporativo. En los objetivos declarados que pretenden alcanzar por cotizar, y que son también elemento a considerar como metas de un buen gobierno corporativo, mencionan principalmente aquellos relacionados con la mejora de su financiación, imagen corporativa, reputación, competitividad, posibilidades de internacionalización y para incentivar a su personal.

De las experiencias internacionales previas se evidencia que otras ventajas para las empresas que se incorporan a este tipo de mercados son un incremento en su cifra de beneficios, una mayor capacidad para afrontar procesos de diversificación y la creación de empleo. Este último factor, ante el actual escenario económico, debería ser determinante para que la administración pública incentivase su desarrollo, como aportación que ayudase a superar la crisis (CANO *et al.*, 2008). De hecho, CORRALES Y PALACÍN (2012) en un estudio sobre el perfil de la empresa que cotiza en el MAB destacan como el 91.6% de las compañías han creado puestos de empleo.

2. Empresas españolas en expansión con potencial para cotizar en el MAB y su gobierno corporativo

Las características básicas que Bolsas y Mercados Españoles (BME) establece para considerar a una empresa como candidato potencial a cotizar en el MAB se recogen en el cuadro 7.

Cuadro 7: Características de las empresas en expansión con potencial para cotizar en el MAB

Forma jurídica:	Sociedades anónimas y sociedades limitadas (posteriormente tendría que transformarse en sociedad anónima para poder cotizar).
Sectores:	Todos excepto actividades del sector agrario, financiero y de seguros
Número de trabajadores:	Más de 9 trabajadores
Vinculación con otras empresas:	Empresas no participadas por otras empresas españolas cotizadas en Bolsa y empresas no participadas en un porcentaje superior al 50% por otras empresas (españolas o extranjeras)
Capitalización:	Fondos propios mínimos de 6,5 millones de euros
Cifra de balance o volumen de negocio:	Superior a 10 millones de euros

Fuente: elaboración propia y BME

CRESPO *ET AL.* (2007), siguiendo los anteriores criterios, identificaron en el tejido empresarial un total de 5.353 empresas en expansión con potencial para cotizar en el MAB. Las conclusiones obtenidas y los análisis realizados se referían a datos del periodo de crecimiento económico comprendido entre 2000 y 2005. Para considerar el efecto del comienzo de la crisis, CRECENTE (2010) replica dicho estudio con datos de 2007. El resultado fue una importante disminución del número de empresas. En concreto, se identificaron 2.793 empresas, de las que 1.907 eran medianas, 855 y 31 pequeñas. Se han replicado los trabajos anteriores con datos de 2011 y el resultado tras cuatro años de crisis evidencia una nueva disminución. Con los datos más recientes existen 1.784 empresas que se distribuyen por tamaños empresariales en 1.247 medianas, 529 grandes y 8 pequeñas empresas. Por ramas de actividad, el 3 por 100 son empresas extractivas, de energía y agua, el 16 por 100 se dedican a la manufactura tradicional, el 19 por 100 a la manufactura intermedia y avanzada, el 10 por 100 a la construcción, el 18 por 100 al comercio y el 34 por 100 al resto de servicios no comerciales.

En el cuadro 8 se presenta una comparativa de los principales indicadores económicos de las empresas con capacidad para cotizar en el MAB respecto a la muestra de la economía analizada en el epígrafe III de este capítulo. Las empresas medianas con potencial de cotización presentan durante la etapa de recesión económica, periodo 2007-2011, una rentabilidad económica y financiera superior al del conjunto de la economía, a diferencia de las pequeñas y grandes empresas con una eficiencia económica inferior al comportamiento general de la economía. Estas últimas presentan un elevado grado de solvencia y un mayor peso de los fondos propios dentro de su estructura de financiación. La baja rentabilidad financiera de las potenciales pequeñas empresas del MAB se puede encontrar en su menor apalancamiento. El acceso a este mercado facilitará a sus potenciales usuarios el acceso a los recursos ajenos a largo plazo y, por tanto, si se desea y no compromete la solvencia de la empresa, un mayor efecto apalancamiento sobre la rentabilidad financiera.

Cuadro 8: Comparación de indicadores financieros de empresas potenciales cotizar en el MAB respecto a empresas de la economía. Promedio del periodo: 2007-2011. Porcentajes.

Indicadores	Pequeñas	Pequeña Potencial	Medianas	Mediana Potencial	Grandes	Grande Potencial
Rentabilidad Económica	2,06	2,80	2,47	3,83	2,69	4,06
Rentabilidad Financiera	8,64	2,90	9,67	11,28	11,46	8,71
Solvencia	131	136	129	126	119	169
Grado Endeudamiento	65,95	27,96	65,38	61,88	68,16	47,55

Fuente: elaboración propia y SABI

Las empresas identificadas, dada su analogía con las empresas que ya cotizan en el MAB, deberían cumplir similares requisitos de calidad en su gobierno corporativo, RSE y en la información sobre dichos aspectos. Esto no significa que otras sociedades no incluidas en este grupo no deban desarrollar buenas prácticas e informar correctamente. Si lo hacen, se beneficiarían ellas mismas de sus ventajas y efectos positivos y, al tiempo, se beneficiaría la sociedad y la economía.

Hay que destacar que en la actual situación de restricción, el primer objetivo de un buen gobierno corporativo es facilitar la aportación de fondos externos a la empresa y evitar una apropiación indebida de las rentas empresariales por determinados grupos de interés, especialmente por directivos y accionistas mayoritarios en contra de accionistas minoritarios y acreedores. De otra forma, persistirá la dificultad para obtener financiación propia por las sociedades no cotizadas y una excesiva dependencia del endeudamiento bancario (GONZÁLEZ, 2013).

Con el fin de compatibilizar los intereses y proteger los derechos de accionista mayoritarios y minoritarios, directivos, acreedores financieros y *stakeholders*, los modelos de informes anuales de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en el MAB contienen la información necesaria para que cualquier persona interesada conozca las principales características de la estructura de propiedad y gobierno de estas compañías. En el cuadro 9 se recogen los aspectos más destacados de estos informes y que pueden servir, con las adaptaciones necesarias, de guía para los informes de las empresas no cotizadas.

Cuadro 9: Contenidos del informe de gobierno corporativo de las empresas del MAB

Estructura de propiedad	Listado de los accionistas más significativos Relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societario existente entre los accionistas más significativos
Funcionamiento de la Junta General de Accionistas	Quórum de constitución de la Junta Información sobre los acuerdos adoptados en la Juntas Porcentaje de votos con los que se han adoptado los acuerdos
Reglamento y composición del Consejo de Administración	Número mínimo y máximo de consejeros Cargo de cada uno de los consejeros y carácter ejecutivo o no ejecutivo Fecha en la que ha de renovarse cada puesto En algunas empresas: trayectoria profesional y perfil de cada uno de los miembros del Consejo Deberes y obligaciones de los consejeros Retribución de los consejeros (cuantías fijas, variables, dietas y otras remuneraciones) Cláusulas de garantía de los administradores o altos directivos en casos de extinción de sus contratos, despidos o cambios de control Existencia y funciones de la Comisión de Auditoría y de la de Retribuciones Política y sistemas de control de riesgo
Reglamento Interno de Conducta	Régimen de actuaciones por cuenta propia de las personas afectadas en relación con operaciones ⁶ Normas de conducta en relación con la información privilegiada o relevante ⁷ Normas de actuación respecto a posibles conflictos de intereses. Especialmente, detalle de las operaciones relevantes que supongan una transferencia de recursos entre entidades del grupo y los accionistas principales o entre los administradores, directivos y miembros del Consejo de Administración Normas de conducta en materia de autocartera (principios de actuación, planes específicos, adquisición de acciones por parte de empresas filiales y entidades vinculadas, registro y archivo de operaciones) Mecanismos para preservar la independencia del auditor, de los analistas financieros, de los bancos de inversión y de las agencias de calificación Funciones y obligaciones de la Unidad Corporativa de Cumplimiento
Grado de seguimiento de las recomendaciones sobre gobierno corporativo	
Fuente: elaboración propia y BME	

3. Empresas en el MAB y financiación propia

Las ofertas públicas de venta o las de suscripción de acciones (OPV y OPS) en el MAB permiten diluir el riesgo de invertir en una empresa entre un mayor número de accionistas porque se alcanza a otros colectivos de inversores distintos al grupo fundador. Al tiempo, es posible aumentar la cuantía de las deudas por mejorar la garantía frente a terceros que significa el incremento de los fondos propios. Las ampliaciones de capital, aunque pueden diluir la participación en la propiedad de los

⁶ La empresa debe dar conocimiento inmediato al órgano regulador del MAB de todas las operaciones y transacciones que realicen tanto los administradores como los consejeros. Estas cautelas también se producen cuando se tratan de personas con las que guardan algún tipo de vinculación, familiar o profesional.

⁷ Cuando los miembros del Consejo posean información que de hacerse pública influyera en la cotización de los valores deberán salvaguardarla y abstenerse realizar cualquier tipo de operación sobre los instrumentos financieros a los que pudiera referirse la información privilegiada o recomendar a terceros que adquieran los valores de la empresa. Cuando esta información pudiera poner en peligro los intereses de los inversores, el Consejo debe comunicar de forma inmediata al organismo regulador del MAB tal incidencia para que este acuerde una decisión sobre la misma. El órgano de control tiene como labor fundamental crear un listado en que figure la identidad de toda persona que tenga acceso a información privilegiada, el motivo, las fechas en la que se tuvo acceso. Este listado deberá permanecer en un registro documental durante un periodo mínimo de cinco años. Además, este organismo deberá vigilar todas las noticias que los medios de comunicación e información ofrezcan sobre la compañía y que puedan afectar a la cotización de sus valores o sus derivados.

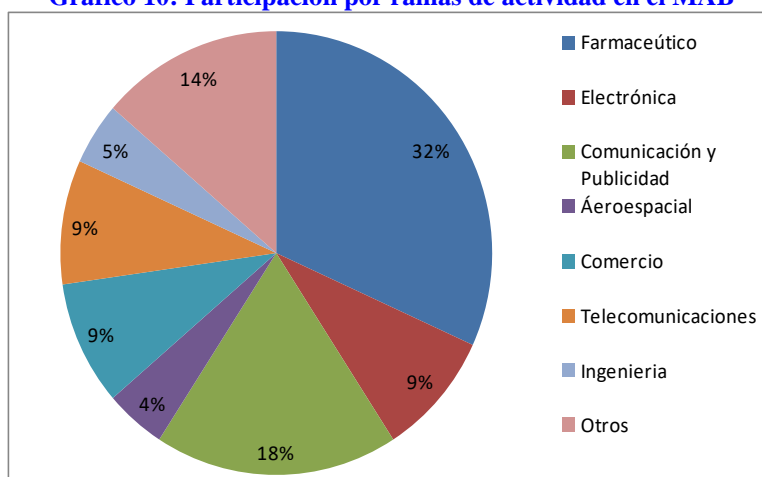
socios previos, no tiene porqué poner en peligro el poder del grupo de control existente en la empresa. Además, al cotizar las acciones en el mercado el riesgo de liquidez por invertir en la empresa se reduce o desaparece y permite a los accionistas vender su participación si lo desean. Esta última ventaja es especialmente importante en los momentos de la sucesión generacional en la empresa familiar y en la desinversión de inversores institucionales.

Por su parte, la puesta en marcha de mercados de deuda similares al MAB como es el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) permitirá a las empresas, principalmente pymes pero también grandes empresas cuyos valores no se negocian en los mercados secundarios oficiales, diversificar sus fuentes de financiación, aumentar su base de acreedores e incrementar, si es conveniente, el apalancamiento financiero. De esta forma, se evita que los aportantes de financiación ajena fuera sólo una o unas pocas entidades bancarias, lo que les resta poder de negociación a la hora de refinanciar o incrementar el endeudamiento de las sociedades.

Las ventajas para acceder a la financiación propia que proporciona el MAB han sido aprovechadas por 23 sociedades. Durante el año 2012 se incorporaron cinco nuevas empresas y una en 2013, se han realizado un total de nueve ampliaciones de capital. Ambos tipos de operaciones han supuesto un incremento financiación cercano a 40 millones de euros (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, 2012).

Por ramas de actividad, el mayor número de empresas presentes en el MAB son farmacéuticas y de biotecnologías, en concreto una de cada tres. Seguidas por las comunicación y publicidad (gráfico 10). Por tamaño empresarial, el 41 por 100 de las sociedades son pequeñas empresas, un porcentaje similar medianas empresas y el resto son grandes empresa. La antigüedad media de las empresas en el momento de solicitar la entrada al MAB es menor de diez años en un 63 por 100 de los casos y el resto son empresas consolidadas de mayor antigüedad.

Gráfico 10: Participación por ramas de actividad en el MAB



Fuente: elaboración propia y BME

Desde que en 2009 cotizó por primera vez una sociedad, *Zinkia Entertainment*, hasta la actualidad la financiación conseguida por el total de empresas asciende a más de 84 millones de euros. En términos medios, los recursos propios captados superan la cifra de los 3 millones de euros. Respecto a la evolución de la capitalización de mercado de las empresas, en el primer día de negociación todas las empresas incrementaron su

cotización, pero desde ese momento hasta julio de 2013, la capitalización de mercado se ha ido reduciendo. La principal razón es que la crisis económica ha incidido también de forma significativa en estas sociedades. Sólo 6 sociedades han incrementado su valor de mercado, todas ellas en ramas de actividad innovadoras y con elevado carácter tecnológico (telecomunicaciones, aeroespacial, electrónica y farmacéutica y biotecnología) (cuadro 10).

Cuadro 10: Principales datos financieros de las empresas cotizadas en el MAB

<i>Empresas cotizadas en el MAB</i>	<i>Sectores</i>	Fecha Acceso al MAB	Variación		Capital inicial, miles de €	Capitalización julio 2013, miles de €	Variación, capitalización en %	Recursos Captados, miles de €
			Precio primer día, en %					
INKEMIA IUCT GROUP	Farmacéutico	dic-12	5,0		16.757	19.899	18,7	<i>Listing</i>
AB-BIOTICS	Farmacéutico	jul-10	4,7		12.690	13.066	3,0	3.497,3
ALTIA CONSULTORES	Electrónica	dic-10	2,2		18.708	20.635	10,3	2.551,9
BIONATURIS	Farmacéutico	ene-12	2,2		9.431	8.677	-8,0	1.950,0
BODACLICK	Comunicación y Publicidad	jun-10	0,0		44.968	12.941	-71,2	10.000,2
CARBURES EUROPE.	Aeroespacial	mar-12	4,6		14.136	117.651	732,3	2.000,0
CATENON	Electrónica	jun-11	8,5		48.047	3.958	-91,8	5.018,2
COMMCENTER	Comercio	dic-10	2,5		18.497	17.573	-5,0	2.227,3
EUROESPES	Farmacéutico	feb-11	2,5		15.548	2.055	-86,8	<i>Listing</i>
EURONA WIRELESS TELECOM	Telecomunicación	dic-10	11,8		10.183	25.685	152,2	<i>Listing</i>
LET'S GOWEX	Telecomunicación	mar-10	20,0		40.291	394.831	879,9	6.000,0
GRINÓ ECOLOGIC	Ingeniería	jul-11	0,0		70.077	61.509	-12,2	4.205,3
IBERCOM	Farmacéutico	mar-12	0,3		15.828	3.269	-79,3	2.450,0
IMAGINARIUM	Comercio	dic-09	4,4		75.064	20.029	-73,3	12.238,5
LUMAR NATURAL SEAFOOD	Alimentación	jul-11	2,0		9.168	6.976	-23,9	2.153,9
MEDCOM TECH	Farmacéutico	mar-10	29,8		29.838	17.556	-41,2	8.951,5
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA	Comunicación y Publicidad	jun-10	7,1		28.104	12.460	-55,7	3.702,7
NEURON BIOPHARMA	Farmacéutico	jul-10	5,3		18.453	11.100	-39,8	2.493,7
GRUPO NOSTRUM RNL.	Comunicación y Publ.	nov-10	4,9		16.926	3.269	-80,7	4.435,8
SECUOYA GRUPO DE COMUNICACION	Comunicación y Publicidad	abr-11	2,4		31.010	29.354	-5,3	2.000,7
SUAVITAS	Otros servicios	abr-12	4,8		5.260	4.559	-13,3	1.546,1
ZINKIA ENTERTAINMENT	Otros servicios	jul-09	27,6		46.956	31.060	-33,8	7.041,1
<i>Totales</i>					595.940	838.112		84.514,4

Fuente: elaboración propia y MAB

Los datos anteriores ponen de manifiesto que las empresas que cotizan en el MAB han aumentado sus fondos propios. En los sectores que pueden propiciar un cambio del modelo productivo español se ha producido también, a pesar de la crisis, un incremento de su valor. Por tanto, puede afirmarse que las prácticas de gobierno corporativo y de RSE deben ser un ejemplo para las sociedades no cotizadas.

XIII. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES

La desfavorable evolución de la economía española y del desempeño de la mayor parte de sus empresas desde el año 2007 hace necesaria una correcta comprensión de los fundamentos de las decisiones financieras y de sus implicaciones en el seno de las empresas no cotizadas. Establecer un gobierno corporativo eficiente que lleve a cabo una correcta gestión de riesgos y una mayor responsabilidad social empresarial se configuran como elementos claves para retomar la senda del crecimiento sostenible en el futuro.

En este capítulo, tras realizar un análisis del contexto macroeconómico y de los resultados de sus unidades empresariales, se argumenta desde la perspectiva financiera la importancia del gobierno corporativo en las empresas no cotizadas y su relación con la toma de decisiones empresariales, los conflictos y alineación de intereses, el papel de la financiación bancaria y de los Consejos de Administración como instrumentos de control empresarial, así como la importancia de una buena información contable. Como marco de referencia a futuro se consideran los avances y resultados obtenidos en el gobierno corporativo en las empresas cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

El análisis del contexto macroeconómico en España durante la última década muestra como principales resultados una estructura económica desequilibrada, basada en servicios de escaso valor añadido, así como una pérdida de competitividad internacional, debido a una desfavorable gestión del sistema financiero del endeudamiento, tanto de empresas como de las familias, el incremento de los costes laborales y el incremento del tipo de cambio efectivo real. El impacto de esta falta de competitividad se ha hecho patente especialmente en las empresas no cotizadas, en concreto en las empresas del sector de la construcción y las ramas ajenas al sector industrial. Estas empresas han experimentado un grave deterioro en su desempeño y en su estructura productiva y financiera. La caída de su rentabilidad y del efectivo obtenido, junto con una gran debilidad de sus estructuras financieras, hace aumentar el riesgo asociado a su actividad y comprometen su supervivencia.

Los resultados obtenidos de una muestra representativa del tejido empresarial español manifiestan que la evolución de la rentabilidad de estas empresas recoge el cambio de ciclo económico que se produce en España al comenzar 2007. Hasta ese momento, las empresas presentan una tendencia ligeramente positiva enmarcada dentro de la fase de crecimiento general de la economía, aunque se empezaba a evidenciar una caída de la financiación ajena en las empresas de menores tamaños. Esta situación manifiesta que el sistema financiero español haya preferido financiar a las grandes empresas frente a las Pymes. El motivo de esta elección es la mayor pérdida que representa la insolvencia de una gran empresa para los bancos. Además, el obligado desapalancamiento de la economía y el endurecimiento de las condiciones comerciales han producido el efecto de una disminución de la solvencia para afrontar las obligaciones corrientes de pago de las empresas.

La literatura y la evidencia financiera han puesto de manifiesto que dentro de las decisiones empresariales las más relevantes son aquellas relacionadas con la política de financiación, la política de inversión y el pago de dividendos a los socios. Las empresas

no cotizadas, dadas sus restricciones financieras y sus mayores dificultades para acceder al crédito bancario, en caso que si consigan acceso a esta financiación, cuanto más se endeudan para disminuir su coste financiero y cuantos más beneficios repartan en forma de dividendos, menos tesorería tendrán para hacer frente a los pagos que tenga comprometidos con sus acreedores financieros, comerciales o con sus propios trabajadores. Asimismo, la preferencia que los accionistas tengan de obtener la liquidez que proporciona el reparto de dividendos se reduce si la empresa puede incurrir en dicha posibilidad de insolvencia. No obstante, con independencia de la decisión que se adopte, ciertas actuaciones de los directivos pueden perjudicar a los accionistas que no participen en la gestión, produciéndose así una divergencia de intereses entre ambos colectivos por la menor información que los accionistas tienen para evaluar las decisiones tomadas dentro de la empresa. Esta situación de información asimétrica es explicada por la Teoría de la Agencia. Para reducir los posibles efectos negativos, se deben instrumentar mecanismos para evitar perjuicios. Estos instrumentos serán parte de las medidas que se tomen para un correcto gobierno corporativo de la sociedad.

La asimetría de información en las sociedades no cotizadas entre accionistas y directivos en su relación con acreedores es un problema que en ocasiones se acrecienta con respecto a las cotizadas. La razón es que en las primeras hay una mayor alineación entre los objetivos de accionistas y directivos debido a que hay socios que participan en el equipo de dirección. Esta estrecha vinculación entre ambos colectivos puede perjudicar en ocasiones a los acreedores. Sin embargo, el problema que puede darse en la relación con los acreedores financieros se aminora por la necesidad de mantener una buena reputación crediticia frente a ellos. La reputación es un imperativo para negociar con éxito la continua renovación del endeudamiento o incrementarlo. Este condicionamiento convierte a los bancos que han proporcionado financiación en un elemento de control de las sociedades no cotizadas en mayor medida que en las cotizadas que emiten deuda en los mercados.

Por otro lado, en las sociedades no cotizadas al existir una mayor participación de los accionistas en la dirección de la empresa tienen una mayor propensión a adoptar decisiones de mayor riesgo. Si es así, los acreedores están expuestos a una mayor situación de riesgo moral. Sin embargo, cuando los accionistas mayoritarios también son directivos tienen un incentivo a ser más cautos. A lo anterior, se une que la inversión de su patrimonio personal está más concentrada en una misma compañía que si se dedicarían a la inversión financiera en los mercados. De esta forma, en las sociedades no cotizadas, y en mayor medida cuanto menor sea su tamaño, así como en las cotizadas de tipo familiar, se produce un mayor alineamiento entre los intereses de accionistas de control y directivos. El efecto de lo anterior sobre los acreedores es que el riesgo moral al que se enfrentan estos puede verse reducido. Esto puede repercutir en conceder mayor financiación y en mejores condiciones.

Además de la Teoría de la Agencia, existen otras teorías explicativas que matizan los asimetrías informativas que pueden producirse entre directivos y accionistas, tales como la Teoría de los *Stakeholders*, la Teoría de la Dependencia de los Recursos, la Teoría del Servidor (*Stewardship*) y la Teoría de las Señales. Todas estas teorías aportan una visión global a la hora de establecer fórmulas más eficaces para el gobierno corporativo de las sociedades mercantiles. En ellas, además de buscar la mejora de los resultados de la empresa y maximizar la utilidad de quienes asumen los riesgos y toman las decisiones,

debe prestarse atención a la responsabilidad que la empresa tiene con la sociedad con la que interactúa.

Cuanto mayor sea el tamaño empresarial, la competencia en el mercado donde opere, la vida de la empresa desde su creación, el mayor requerimiento de conocimiento en el sector, la dispersión de la propiedad y la necesidad de financiación externa, más se manifiesta la necesidad de un mejor gobierno corporativo en las sociedades no cotizadas. Este gobierno se instrumenta a través de la formación de Consejos de Administración eficaces, la realización de una correcta información contable, el establecimiento de incentivos, el compromiso directivo y los mecanismos de control externo, entre otros. Así, si se toma como referencia las medidas adoptadas por las empresas cotizadas en el MAB, la información a suministrar abarca desde la estructura de propiedad de la empresa, el funcionamiento de la Junta General de Accionistas, reglamentación y composición del consejo de administración, reglamento interno de conducta y una comisión de seguimiento de las políticas generales de gobierno corporativo.

Entre los indicadores representativos de una gestión socialmente para una empresa no cotizada han de considerarse información que va más allá de la de carácter económico y financiero. Los agentes interesados en esta información son los directivos, accionistas, acreedores, trabajadores, poderes públicos y un amplio conjunto de grupos de la comunidad y de la sociedad. El mejor cumplimiento de los objetivos de responsabilidad social que se imponga a la empresa tendrá efectos positivos en su valor. Entre ellos puede destacarse un mayor poder de atracción de talento de los trabajadores más comprometidos, con mayor formación y cualificación, más productivos y menor tasa de absentismo; mayor fidelización de los clientes, confianza en la empresa y mejor imagen en el mercado que potencia las ventas y permite cobrar un mayor precio proveedores que valoran más que la comunidad conozca su vinculación con la empresa a la que abastecen.

Finalmente, se analiza la composición, funcionamiento y tendencias económicas de las empresas que han decidido cotizar en el MAB. Un conocimiento de las empresas de este mercado es necesario para comprender los esfuerzos que debieran realizar el resto de empresas no cotizadas en materia de RSE y gobierno corporativo. Es deseable que las empresas españolas no cotizadas cumplan, dada su analogía con las empresas que ya cotizan en el MAB, similares requisitos de calidad en su gobierno corporativo, responsabilidad social y en la información sobre dichos aspectos. Si aplican estas políticas, se beneficiarían de sus ventajas y efectos positivos en cuanto a su financiación y, al tiempo, se beneficiaría la sociedad y la economía.

XIV. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

ACOSTA, M., CORREA, A. Y GONZÁLEZ, A. (2003): «La insolvencia empresarial. Un análisis empírico para la pequeña y la mediana empresa», *Revista de Contabilidad*, vol. 6, núm. 12, pp. 47-79.

AHRENS, T., FILATOTCHEV, I. Y THOMSIN, S. (2011): «The research frontier in corporate governance», *Journal of Management and Governance*, vol. 15, núm. 3, pp. 311-325.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2012): *Guía del sistema Financiero Español*, 6ª Edición, AFI, Colección de Biblioteca de Economía y Finanzas, Madrid.

ANTELO, M. Y PEÓN, D.(2013): «Desapalancamiento del sector público: teoría y evidencia empírica», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 47, pp. 259-278.

ARMITAGE, S. Y MARSTON, C. (2008): «Corporate disclosure, cost of capital and reputation. Evidence from finance director», *The British Accounting Review*, vol. 40, núm. 4, pp. 314-336.

BANCO DE ESPAÑA (2012): «Boletín Económico, Julio-Agosto 2012: Informe trimestral de la Economía Española», disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Jul/Fich/be1207.pdf>

BANCO CENTRAL EUROPEO (2012): «Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del Euro», *Boletín Mensual*, abril, disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/12/Fich/bm1204-3.pdf>

— (2011): «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas de la zona del euro: una perspectiva de los flujos de fondos», *Boletín Mensual*, octubre, disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/11/Fich/bm1110-5.pdf>

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2012): «Informe de mercado 2012», Disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2012/InformedeMercado2012Pre.pdf>

BRAV, O. (2009): «Access to capital, capital structure and the funding of the firm», *The Journal of Finance*, vol. 64, núm. 1, pp. 263-308.

BREALEY, R., MYERS, S. Y ALLEN, F: (2006): *Principles of Corporate Finance*, 8ª edición, Irwin-McGraw Hill.

BRUNNINGE, O. NORDQVIST, M. Y WIKLUND, J. (2007): «Corporate Governance and strategic change in SME's: The effects of ownership, board composition and top management teams», *Small Business Economics*, vol. 29, núm. 3, pp. 295-308.

CAMISON, C. Y VILLAR, A. (2012): «An examination of the relationship between manufacturing flexibility and firm performance: The mediating role of innovation», *International Journal of operations and production management*, vol. 30, núm. 8, pp. 853-878.

CANALS, C. (2012): «Objetivo superávit: ¿Realidad o quimera?», *Informe Mensual la Caixa*, julio-agosto 2012, pp. 17-20.

CANO, D., GARCÍA MORA, A. Y GUARDADO, M. (2008): «MAB: Impulso al tejido económico y productivo español», *Revista Bolsa y Mercados Españoles*, 4º trimestre de 2008, pp. 18-28.

CARBO, S. Y RODRIGUEZ, F. (2013): «Progresos recientes en la reestructuración y recapitalización bancarias en España», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 234, mayo-junio, pp. 13-19.

CARDONE Y BRIOZZO, (2013): «El modelo de garantía de créditos y reafianzamiento. Alcance de su eficiencia y retos», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 45, pp. 281-291.

CARDOSO, M. (2013): «25 años de crecimiento. ¿Toca ahora austeridad?» en GARCÍA COTO, D., *Desapalancamiento y crecimiento en España*, *Papeles de la Fundación*, núm. 47, pp. 33-50.

CENTRAL BANK GOVERNANCE GROUP (2009): «El buen gobierno en los bancos centrales», disponible en http://www.bis.org/publ/othp04_es.pdf

CIRCULAR 5/2010 DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL: Requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión, disponible en http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/como_acceder.htm

COELHO, A. (2012): «Estrategias de perpetuación de los directivos y creación de valor para los accionistas: Una contribución al debate sobre el gobierno de la empresa», *Anales de Economía Aplicada. XIV Reunión ASEPELT-España*, Oviedo, junio 2012.

COMISIÓN EUROPEA (2011): «Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances: envisaged initial design», disponible en [http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/sec/2011/1361/COM_SEC\(2011\)1361_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/sec/2011/1361/COM_SEC(2011)1361_EN.pdf)

— (2012): «Macroeconomic imbalances: Spain» Directorate-General for Economic and Financial Affairs, disponible en http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp103_en.pdf

— (2013): «Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the European Economic and Social Committee. Alert Mechanism Report 2014», disponible en http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2014/amr2014_en.pdf

CORRALES, M. Y PALACÍN, E. (2012) «¿Cómo es el mercado alternativo bursátil en España?», *Revista Bolsa*, tercer trimestre de 2012, pp. 64-76.

CRECENTE, F. (2010): *Análisis de la financiación de la actividad emprendedora*. Congreso de los Diputados de España, Madrid.

CRESPO, J. Y CRECENTE, F. (2013): «Patrones financieros para Pymes en expansión», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 47, pp. 99-108.

CRESPO, J., GARCÍA-TABUENCA, A. Y CRECENTE, F. (2007): «Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados», *Revista Bolsa*, mayo, núm. 164, pp. 22-27.

DESAI, M. Y DHARMAPALA, D. (2008): *Tax and corporate governance: an economic approach*, MPI Studies on Intellectual Property, Competition and Tax Law, Springer. pp. 13-30

DONALDSON, G. Y LORSCH, J. (1983) *Decision making at the top: The Sharing of Strategic direction*. Basic Books, New York.

DURISIN, B. Y PUZONE, F. (2009): «Maturation of Corporate Governance Research, 1993-2007: An Assessment», *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, núm. 3, pp. 266-291.

ESTRADA, A., JIMENO, J. Y MALO DE MOLINA, J. (2009): «La economía española en la UEM: los diez primeros años», *Documentos Ocasionales Banco España*, núm. 901, disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/09/Fic/do0901.pdf>

FERNÁNDEZ-KRANZ Y MERINO-CASTELLÓ, A. (2005): «¿Existe disponibilidad a pagar por responsabilidad social corporativa? Percepción de los consumidores» *Universia Business Review-Actualidad Económica*, tercer trimestre, pp 38-56.

FISHER, I. (1930): *The Theory of Interest*, McMillan, New York. Publicádose una reciente edición en castellano: FISHER, I; AGUIRRE, J. A., (TR.) (1999): *La Teoría del Interés*, Editorial Aosta, S.A., Madrid.

FREEMAN, R. E. (2010): *Strategic Management: A stakeholder approach*, Cambridge University Press, New York.

GALLARDO, D.Y SÁNCHEZ-HERNÁNDEZ. M. (2013): «Análisis de la incidencia de la responsabilidad social empresarial en el éxito competitivo de las microempresas y el papel de la innovación», *Universia Business Review*, segundo trimestre, pp. 14-31.

GÁLVEZ-GORRIZ, (2002): «Propiedad y gobierno: La empresa familiar». *Ekonomiaz*, núm. 50, segundo cuatrimestre, pp. 158-181.

GARCÍA-LÓPEZ, M. (2008): «Equilibrios patrimoniales y fondo de maniobra». *Contabilidad Financiera*, Coord. José Muñoz Jiménez, Prentice Hall, pp. 567-584.

GARCÍA-NOVOA, C. (2013): «Fiscalidad y desapalancamiento societario. Algunas consideraciones», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 47, pp. 131-156.

GARCÍA-TABUENCA A., CRESPO, J.L, PABLO, F. Y CRECENTE, F. (2012): *Empresas y empresarios en España en la primera década del siglo XXI: La mujer en la actividad emprendedora*, Ed. Rafael del Pino, Madrid.

— (2008): *La actividad emprendedora: Empresas y empresarios en España. 1997-2006*. Ed. Rafael del Pino, Madrid.

GARCÍA-TABUENCA A., JORGE, J. Y PABLO, F. (2004): *Emprendedores y espíritu empresarial en España en los albores del siglo XXI*, Ed. Rafael del Pino, Madrid.

GIL-LA CRUZ, M. Y GIL-LA CRUZ, A. (2006): «Capital humano y capital social, implicaciones en el crecimiento económico», *Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales*, núm. 61, pp.93-104.

GÓMEZ-BEZARES, F. (1995): «Panorama de la Teoría Financiera», *Boletín de Estudios Económicos*, vol. L, nº 156, diciembre; "III Foro de Finanzas", pp. 411-448.

GÓMEZ, S. Y FERNÁNDEZ, A. (1999): «El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 100, pp. 355-380.

GONZÁLEZ, F. (2013): «Gobierno corporativo y estructura financiera», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 47, pp. 119-130.

GREENING, D.W. Y TURBAN, D.B., (2000): «Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce», *Business & Society*, núm.39, pp. 254-280.

GRINBLATT, M. Y TITMAN, S. (2003): *Mercados financieros y estrategia empresarial*, segunda edición, McGraw- Hill Interamericana de España, Madrid.

GUTIERREZ, I. Y SURROCA, J. (2012): «Revisiting corporate governance through the lens of the Spanish evidence», *Journal of Management and Governance*, Publicación on-line, 8 Noviembre 2012, DOI 10.1007/5 10997-012-9250-5

HARTNETT, D. (2008): «The link between taxation and corporate governance», en Schoen, W. (ed.), *Tax Corporate Governance*, Springer, pp. 3-8, Berlin.

HUGUET, D. Y GANDÍA, J.L. (2012): «Cost of debt capital and audit in Spanish SMEs», *Working Paper*, Universidad de Valencia, disponible en <http://ssrn.com/abstract=2173278>

JENSEN, M.C. (1993): «The Modern Industrial Revolution, Success, and the Failure of Internal Control Systems», *The Journal of Finance*, vol. 48, núm. 3, julio, pp. 831-880.

JENSEN, M.C. Y MECKLING, W. (1976): «Theory of the Firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm 4, pp. 323-339.

LIZCAINO, J. (2011): «Competitividad, reputación y RSC en las pymes», *Cinco Días* (27/04/2011) en http://www.cincodias.com/articulo/opinion/competitividad-reputacion-rsc-pymes/20110427cdscdiopi_4/

LÓPEZ DE FORONDA, O. (2006): *La política de dividendos de las empresas de Estados Unidos y Europa desde una perspectiva financiera e institucional*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid.

LÓPEZ-ITURRIAGA, F. Y SAONA, P. (2007): «Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española», *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, núm. 31, pp. 119-146.

MAGILL, J. P., QUINZII, M. Y ROCHET, J. (2013): «A critique of shareholder value maximization», *Swiss Finance Institute Research Paper*, núm. 13-16, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2246797>

MALLIN, C., PINDADO, J. Y TORRE, C. (2007): «El gobierno corporativo y su influencia en los procesos de toma de decisiones financieras», *Análisis Financiero*, núm. 105, pp. 6-15.

MASCAREÑAS, J. (2007): «Contratos financieros principal-agente», *Monografías de Juan Mascareñas sobre finanzas corporativas*, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2314564

— (2013): «Análisis del apalancamiento», *Monografías de Juan Mascareñas sobre finanzas corporativas*, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2322103

MASCAREÑAS, J. Y LEJARRIAGA, G. (1992): *Análisis de proyectos de inversión*, Ed. Eudema, Madrid.

MASON, S.P. Y MERTON, R.C (1985): «The Role of Contingence Claims Analysis in Corporate Finance» en ALTMAN, E. Y SUBRAHMANYAN, M. (eds.) (1985): *Recent Advances in Corporate Finance*, Irwin, pp. 7-54. Una versión en español de este artículo con el título «Aplicaciones de la Teoría de Opciones para las Finanzas de la Empresa» en *Análisis Financiero*, nº 54, segundo trimestre, 1991, pp. 38-53.

MATEA, M. (2012). «Nuevo marco de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos de la UE», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España, disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Mar/Fich/art4.pdf>

MENÉNDEZ, S. (1995): «Panorámica sobre la utilidad de las decisiones dinancieras de la empresa como señales informativas», *Información Comercial Española*, octubre, núm. 746, pp. 118-138.

MILLER, M. Y MODIGLIANI, F. (1961): «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares», *Journal of Business*, vol. 34, octubre, pp. 411-433.

MILLER, M. (1977): «Debt and Taxes», *Journal of Finance*, vol. 32, núm. 2, may, pp. 261-275.

MODIGLIANI, F. Y MILLER, M. (1963): «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction», *American Economic Review*, vol. 53, junio, pp.433-443.

— (1958): «The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48, junio, pp. 261-297.

MOUZAS, S. Y FORD, D. (2012): «Leveraging Knowledge-Based Resources: The Role of Contracts», *Journal of Business Research*, vol. 65, núm. 2, pp. 153-161.

MYERS, S. Y MAJLUF, N.S. (1984): «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have», *Journal of Financial Economic*, vol. 13, junio, pp. 187-221.

NEGREIRA, J. Y NEGREIRA, F. (2008): «Alternativas de gobierno de la empresa de propiedad familiar en su evolución ligada al tránsito generacional bajo las perspectivas de la teoría de la agencia y la teoría del "stewardship"», *Estableciendo puentes en la economía global*, vol. 1, Coord. Julio Pindado García y Gregory Payne.

ORTEGA, E. Y PEÑALOSA, J. (2012): «Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM», *Documentos ocasionales del Banco de España*, núm. 1201, en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/12/Fich/do1201.pdf>

OWENS, P. (2008): «Good Corporate Governance: The Tax Dimension» en SCHÖN, W., *Tax and Corporate Governance*, MPI Studies on Intellectual Property, vol. 3. Springer.

PALACIOS, F., RAYO, S., CORTES, A. Y HERRERÍAS, R. (2002): «Las opciones reales en el análisis de proyectos de inversión, valoración de la flexibilidad estratégica y operativa». *Análisis Financiero*, núm. 86, pp. 30-37.

PAMPILLÓN, R. (2009): *Diccionario de Economía*, Departamento de Publicaciones del IE Business School. http://economy.blogs.ie.edu/files/2008/06/Nuevodiccionario_Econ.pdf

PARLAMENTO EUROPEO Y CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA (2012): «Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos» en *Diario Oficial núm. 390E*, pp. 76 – 8, disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Jul/Fich/be1207.pdf>

PEDRAGOSA, C. (2009): «Modelos teóricos que nos ayudan a comprender el gobierno de las sociedades cooperativas, una apuesta por el enfoque de los stakeholders», *Gestión Joven*, disponible en: http://www.elcriterio.com/revista/ajoica/contenidos_4/cristina_pedrosa.pdf

PFEFFER, J. Y SALANCIK, G. (2003): *The External control of organizations. A resource dependence perspective*. Stanford University Press, California.

PINDADO, J. (2012): *Finanzas Empresariales*, Ediciones Paraninfo, Madrid.

PIRSON, M. Y MALHORTA, D. (2009): «Algunas ideas no convencionales para gestionar la confianza de los "stakeholders"», *Harvard Deusto Business Review*, núm. 175, pp. 10-20.

RIET, A. (2010): «Euro area fiscal policies and the crisis», *European Central Bank Occasional Paper*, núm. 109. En: <http://ssrn.com/abstract=1325250>

ROJO, A. Y CAÑABATE, R. (2012): «La separación de los socios en la empresa familiar», *Revista de Empresa Familiar*, vol. 2, núm. 2, pp. 41-56.

SCHOLES, M.L, WRIGHT, M., WESTHEAD, P., BURROWS, A. Y BRUINING, H. (2007): «Information Sharing. Price negotiation and managements buy-outs of private family-owned firms», *Small Business Economics*, vol. 29, núm. 3, pp. 329-342.

SERVICIO DE ESTUDIOS BOLSA Y MERCADOS ESPAÑOLES (2007): «Un mercado a la medida para las empresas en expansión», *Revista Bolsa*, núm. 164, pp. 13-21.

SOMOZA, A. Y VALLVERDÚ, J. (2009): «Una comparación de la selección de ratios contables en los modelos de predicción de la insolvencia empresarial», *Economía Industrial*, núm. 373, pp. 153-168.

SONG, H. (2005): «Capital Structure determinants an empirical study of Swedish companies», *KTH Royal Institute of Technology, CESIS Working paper Series in Economics and Institutions of Innovation*, núm. 25.

UHLANER, L., WRIGHT, M. Y HUSE, M. (2007): «Private Firms and Corporate Governance: An Integrated Economic and Management Perspective», *Small Business Economics*, vol. 29, núm. 3, pp. 225-241.

VILANOVA, M. Y DINARÉS, M. (2009): *Gestión de la responsabilidad social de la empresa (RSE) en las Pyme: Modelo de indicadores de RSE para Pymes*, Instituto de Innovación Social, ESADE Business Scholl, Universitat Ramón Llull, disponible en http://itemsweb.esade.es/wi/research/iis/RScat/Guia_us_Indicadors_cast.pdf

VALLES, J. Y ESTRADA, A. (1998): «Investments and financial structure in Spanish manufacturing firms», *Investigaciones Económicas*, vol. 22, núm. 3, pp. 337-360.

VAN DE HEUVEL, J. (2006): «Board Roles in Small and Medium-Sized Family Businesses: performance and importance», *Corporate Governance: An International Review*, vol. 14, núm. 5, pp. 467-485.

WATSON, R. AND WILSON, N. (2002): «Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order», *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, pp. 557-578.

ZAHRA, S., NEWBAUM, D. Y NALDI, L. (2007): «The effects of ownership and governance on SME's International Knowledge-Based resources», *Small Business Economics*, vol. 29, núm. 3, pp- 309-327.