

UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION DE EMPRESAS

CATEDRA DE POLITICA ECONOMICA DE LA EMPRESA

PROF. DR. SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

Working Papers: n° 91

Título: Más capital riesgo
para la empresa
privada

Autor: Prof.Dr. G. Fels

Fecha: Marzo 1984





Universidad de Alcalá de Henares
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Cátedra de Política Económica de la Empresa
Alcalá de Henares-Madrid

Working Papers: n° 91
Título: Más capital riesgo
para la empresa
privada
Autor: Prof.Dr. G. Fels
Fecha: Marzo 1984

Secretaría de Redacción:
Srta. María Luisa Blasco
Srta. Lucía Juárez

Doc-1-a-91



C Dr. Santiago García Echevarría

Se prohíbe la reproducción total o parcial por cualquier método del contenido de este trabajo sin previa autorización escrita. Se trata de trabajos de investigación internos de la Cátedra.

MAS CAPITAL RIESGO PARA LA EMPRESA PRIVADA

Prof. Dr. G. Felsl

Catedrático de Economía Política y director del
Deutsche Industrie Institut en Colonia

Introducción

1. Se ha demostrado ampliamente que es necesario más capital riesgo para incrementar el ahorro, y que ésta es la condición previa para la recuperación económica. En muchas economías industrializadas existe la necesidad de ampliar el potencial productivo a través de la inversión en nuevas líneas de producción, nuevos productos, nuevos procesos y nuevos mercados, todo ello implica un grado elevado de incertidumbre. Sin un ajuste cara al futuro parece que no hay posibilidad de crear puestos de trabajo adicionales, ni para la integración en el mercado mundial de los países en actual despegue industrial. Hay también acuerdo en que las fuerzas directrices de la recuperación deben proceder más de las empresas privadas que de las políticas de empleo gubernamentales.

Es necesario
más capital
riesgo

¹ Conferencia pronunciada en el Simposio "Nuevas oportunidades para la actuación empresarial" en Kiel los días 22 al 24 de Junio de 1983. La traducción del original inglés ha sido realizada por la Srta. Lucía Juárez, Profesor ayudante de la Cátedra de Política Económica de la Empresa de la Universidad de Alcalá de Henares.

El problema de política económica que se debe resolver es un problema organizativo. La formación de capital y la asunción de riesgos empieza a merecer la pena. Las empresas privadas deben tener mejor acceso a los fondos que soportan el riesgo.

2. El riesgo económico ha aumentado a lo largo de la última década. El desarrollo económico mundial se ha vuelto muy inestable. A principio de los setenta la inflación mundial alcanzó tasas de dos dígitos. Las políticas anti-inflacionistas fueron necesarias para detener dichas tasas. La crisis provocada por los precios del petróleo, con sus consecuencias sobre los precios de otros tipos de energía, supusieron una elevación del nivel de costes y además conflictos difíciles en la distribución de la renta. El cambio estructural ha provocado una obsolescencia prematura de gran parte del **stock de capital**. La consiguiente contracción de la demanda ha sido la norma más que la excepción. Los excesivos déficits presupuestarios surgen como consecuencia del intento de combatir el paro y la infrautilización de los recursos. La demanda de créditos de los Gobiernos ha elevado la incertidumbre en los mercados financieros, haciendo que las previsiones de los tipos de interés sean una de las principales preocupaciones de los empresarios y de los banqueros. Además, surgen nuevas tecnologías y nuevos países industrializados como fuerzas que aceleran el cambio en las estructuras de producción. Ajuste, reestructuración, reconversión, la exploración de nuevos productos y mercados, han comenzado a consti-

El cambio estructural ha provocado la obsolescencia del stock de capital

tuir la principal tarea de la actividad empresarial. Es obvio que todo esto es una empresa mucho más arriesgada que el producir para mercados estables y en expansión, que fue la norma durante las dos primeras décadas después de la Segunda Guerra Mundial.

Surge un cuello de botella en la formación de capital riesgo

3. Mientras que las necesidades de capital riesgo aumentan, la capacidad de las economías para proporcionarlo disminuye. Por esto es por lo que surgen un cuello de botella en la formación de capital riesgo. Esto está relacionado, en primer lugar, con la formación insuficiente y el uso inapropiado del capital en su conjunto. Durante la última década los tipos de interés real (a veces negativos) no sirvieron para canalizar los ahorros privados, especialmente en los Estados Unidos. Una gran parte de los ahorros privados fue absorbida por los enormes déficits públicos en casi todos los países. Las bajas tasas de beneficio han afectado negativamente a las oportunidades de las empresas privadas para formar y atraer capital para inmovilizado. La escasez frecuente de dicho capital en el mundo aparece como resultado de esta distorsión de los precios relativos.
4. Un ejemplo destacable de despilfarro de capital se puede apreciar en los cuantiosos préstamos a países subdesarrollados después de la segunda crisis de los precios del petróleo. Mientras que en la década de los setenta la tasa de inversión -Inversión Interior Bruta respecto al Producto Interior Bruto- aumentó del 23% al 27% en los países desarrollados y

No hay correspondencia entre el crecimiento del endeudamiento y la inversión

hubo, por lo tanto, una participación creciente de capital extranjero en las inversiones nacionales, a comienzos de la década de los ochenta no hay una correspondencia entre el crecimiento rápido del endeudamiento y la inversión. El crecimiento actual del endeudamiento es consecuencia principalmente del aumento de la factura del petróleo, de los bajos beneficios de la exportación y de las políticas económicas desajustadas.

En estos últimos años, el mantenimiento del consumo y el despilfarro de recursos ha estado financiado por créditos exteriores. En la medida en que el precio del petróleo disminuye y la economía mundial se recupera lentamente, el ajuste de las estructuras nacionales continúa siendo ahora un problema como antes. Uno se puede preguntar porqué la banca comercial se ha comprometido tanto en financiar a países en vías de desarrollo. ¿Acaso no han sido previsiones con una valoración realista de su propio interés y del riesgo?

Préstamos internacionales por encima del óptimo

5. Una característica específica de los mercados financieros internacionales es que se producen préstamos internacionales por encima del óptimo.¹ En pocas palabras, ello es consecuencia de que el peso moral es mayor en los mercados internacionales que en los nacionales. Los créditos a los países en desarrollo están a menudo garantizados o asegurados por los go-

¹Ver Robert Z. Aliber, "The International Money Game", New York 1979, pág. 300.

Carlos Díaz Alejandro, "Some Financial Issues in the North, South and inbetween", Méjico 1983.

biernos o instituciones gubernamentales de los países industriales, lo que hace del contribuyente una especie de prestamista en último término. Cuando un deudor se sitúa en los límites de la iliquidez o de la quiebra, quedan siempre involucrados los gobiernos, los bancos centrales o las instituciones monetarias internacionales. La Soberanía nacional y muchas relaciones entre país acreedor y deudor protegen al país deudor de caer en la bancarrota. Por parte de los bancos internacionales, se produce siempre una acción de emergencia que cumple las funciones de un prestamista internacional en última instancia. Además, el préstamo internacional es altamente competitivo. Ello se produce "off-shore". Las regulaciones y normas de los bancos nacionales y los mercados financieros nacionales no se aplican. Así, la aventura moral no encuentra límites. Tales condiciones paralizan la oferta de capital para las empresas en países ricos.

6. Otra razón que constituye un impedimento especial para la financiación de capital es de carácter institucional. Se refiere al sistema impositivo y a la organización de los mercados de capital propio. Mientras que la escasez de formación de capital resulta ser un problema mundial, las condiciones institucionales difieren de país en país. En el caso de la economía alemana, constituyen por sí mismas un grave impedimento. Los impuestos sobre el capital propio son mayores que los impuestos sobre capital ajeno. La naturaleza del mercado alemán de capitales obstaculiza la financia-

Sistema impositivo y organización de los mercados de capital propio

ción de capital propio para las grandes empresas y aún más para las pequeñas. No existe un mercado de capital riesgo ("venture capital market") semejante al de los EE.UU. El principal propósito de este trabajo es la discusión sobre cómo pueden ser superados estos aspectos institucionales de la financiación con capital riesgo.

Formación de capital en Alemania

7. A lo largo de las dos últimas décadas la tasa de formación de capital ha descendido notablemente. La cuota de la inversión bruta en la Renta Nacional, que se situaba en un 25% a comienzos de los años 60, y en un 26% a comienzos de los años 70, alcanzó en 1981 solamente el 22% y ha caído aún más en 1982 (ver Cuadro 1). El retroceso de la inversión bruta tuvo lugar principalmente junto con el fin del boom de la construcción a mitad de los 70. Pero hubo también una caída en la inversión en equipos. El aspecto más destacable fue la ausencia de una desviación compensatoria de fondos que fueron absorbidos por el sector de la vivienda, dentro de los distintos sectores productivos, cuando se necesitaban para la creación de capacidad productiva.
8. Más dramático aún fue la caída en la formación neta de capital fijo, que se encontraba por encima de la tasa nacional acumulada. La tasa de inversión neta, la cuota de las inversiones fijas netas en la Renta Nacional era superior al 20% en 1960, cerca del 20% en 1970, pero solo del 14% en 1980 y menos del 13% en 1981.

La tasa de formación de capital ha disminuído

Cambio en la
capitalización
de las empresas

La propensión al ahorro de las economías domésticas parecía invariable en todo el periodo. Pero esto no suponía gran cosa. Reflejaba, entre otras cosas, un cambio de la tenencia de riqueza en activos fijos y activos monetarios para gran parte de las economías empresariales. Ha sido decisiva la forma en que ha cambiado la capitalización de las empresas. Los beneficios retenidos suponen sólo entre el 1% y el 2% del Producto Nacional. En 1960, apenas alcanzaban el 1,10%. En sí mismo, el bajo grado de autofinanciación puede no ser problemático si el ahorro de las economías domésticas se orienta a las empresas, preferiblemente en forma de capital propio. Pero las finanzas empresariales han estado soportando el que el Gobierno durante años ha estado absorbiendo gran parte del ahorro, destinándolo principalmente al consumo público.

Descenso en
el capital
total invertido

9. El capital propio como parte del capital total invertido en la empresa privada, ha descendido significativamente en la República Federal de Alemania, del 30%, a mediados de los 60, al 25%, a comienzos de los 70, hasta el 20%, a principios de los 80. Los beneficios en los años 70 han tenido muy poco alcance para el crecimiento de la financiación interna de la empresa. En cuanto a los flujos de capital externos a la empresa, sólo una pequeña parte está dispuesta a soportar riesgo como capital propio. En primer lugar se contraen nuevas deudas. Hay que destacar que actualmente son muchas menos las empresas públicas incluidas en la cotización bursátil que en los cincuen-

ta o en el periodo de entreguerras. Aunque en los Estados Unidos se hayan fundado miles de nuevas empresas en la República Federal de Alemania han sido muy pocas. La elevación del valor -conforme a la protección del inversor- se ha conseguido sin soportar grandes riesgos. El mayor volumen de las cotizaciones bursátiles se concentra en poco más de una decena de grandes empresas. La bolsa pierde peso y se reduce en cuanto al número de empresas.

10. No se produjo, sin embargo, una reducción en la tasa de financiación de activos fijos con capital propio, que se ha mantenido alrededor del 70% en los últimos diez años. Pero con la caída de las inversiones, la relación entre activos fijos y activos financieros ha empeorado. Esto permite concluir que la baja inversión en activos fijos guarda relación con la disponibilidad de capital propio, considerándose que una gran proporción de éste es esencial para financiar las inversiones en activo fijo. En lugar de inversiones en instalaciones y equipos se desarrolló una clara tendencia hacia las inversiones en activos financieros, más fáciles de financiar con créditos. Así pues, el hecho de que se elevara la proporción de beneficios reinvertidos destinados a la financiación de inversiones supuso más un vacío en las inversiones en activo fijo que una adecuada oferta de capital propio.

Tendencia a
invertir en
activos finan-
cieros

Se debe canalizar el capital riesgo hacia inversiones productivas

11. Un mercado organizado de capital riesgo, como el que existe en Estados Unidos, no ha sido posible en la República Federal de Alemania. Existen ejemplos de empresas que fueron fundadas para aplicar nuevas tecnologías, pero que no pudieron obtener en la República Federal de Alemania suficiente financiación de capital riesgo. Estas llevaron sus productos e ideas a EE.UU. donde encontraron suficiente financiación. El que la oferta de capital riesgo puede ser movilizadada aquí, se manifiesta por la suma total de fondos destinados a la vivienda (Bauherrenmodelle) y a otras participaciones en sociedades cuyas pérdidas pueden reflejarse fiscalmente en las liquidaciones por venta de los partícipes en la "depreciación (Abschreibungsgesellschaften), que han demostrado en numerosos casos que tienen riesgos elevados. Se tiene que resolver un problema organizativo, de forma que el capital riesgo sea canalizado hacia donde más se necesita -inversiones productivas y de innovación.

12. Una comparación internacional de la proporción del capital propio sobre el activo total coloca a la República Federal de Alemania en la mitad inferior de la clasificación (Cuadro 1). A finales de los 70, en EE.UU., Gran Bretaña y Francia la proporción era alta, en Gran Bretaña 2.5 veces superior, en Estados Unidos 3 veces superior. A pesar de que las diferencias entre países parezcan mayores, en parte por las diferencias de medición estadística y por diferencias en el volumen y calidad del mate-

rial estadístico¹, éstas no deben ser exageradas. La estructura de los mercados financieros varía según los países.² Es mucho más importante, sin embargo, la variación en el tiempo. En los últimos 15 años, al igual que en la República Federal de Alemania, la proporción ha descendido en Gran Bretaña y Francia, pero ha aumentado en EE.UU.

Impuestos y capital propio

13. El que la financiación de capital propio en la República Federal de Alemania se haya convertido en un problema puede haber sido causado, entre otras cosas, por el sistema impositivo. La imposición ha incidido negativamente en la formación de capital. De ninguna forma es obvio que la renta destinada al ahorro debe ser gravada igual que la renta destinada al consumo. Se podría imaginar que la riqueza acumulada está sujeta a impuestos sólo en el caso de herencia. Por lo tanto, no es obvio que las inversiones deban gravarse independientemente de su éxito en el mercado, por ejemplo que el proceso de producción sea

El sistema impositivo incide negativamente

¹Véase OCDE. ("Financial Statistics", Part. 3: Non-Financial Enterprises", Paris 1982.

²Por ejemplo, en cuanto a la baja proporción del capital propio sobre el capital total destaca el Japón a primera vista. Aparte de las diferencias de contabilización, esto tiene que ver con el hecho de la asunción de los banqueros en el Japón de un mayor peso entre los instrumentos financieros que en el resto de los países. Las grandes empresas tienen a menudo sus propios bancos que proporcionan a las unidades productivas capital ajeno que, de hecho, tiene carácter de capital propio. (Ver "Bundestelle für Außenhandelsinformation, Wirtschaftsstruktur und Unternehmensfinanzierung in Japan". BfAI-Mitteilungen, n° BM 400/1980).

gravado. Pero esto sucede con todos los impuestos que repercuten sobre los bienes de capital invertidos en la producción y que deben ser financiados primeramente por el inversor. Como consecuencia de las deducciones iniciales de impuestos sobre las inversiones constituye la tasa del valor añadido una excepción. Un procedimiento que permita una amortización inmediata por su totalidad al comienzo de la inversión eliminaría toda la repercusión distorsionante de la fiscalidad.

14. La acumulación de capital es además discriminada por los impuestos s/beneficios ficticios originados por la inflación. Esto afecta tanto a los activos financieros como a los activos reales. A mayor tasa de inflación mayor será el gravamen adicional. La imposición adicional resultante sobre el **stock de capital** de las empresas aumentó en los años 70, porque los precios de los bienes de capital -y la electrónica es una excepción- aumentaron más rápidamente que antes. Si bien han aumentado las posibilidades de una depreciación acelerada, que permitiría evitar la imposición sobre beneficios ficticios, sin embargo, se mantiene una imposición residual substancial sobre el **stock de capital**, en particular para los activos financieros. Una solución admisible se podría lograr si las leyes fiscales tuvieran en cuenta posibles correcciones de los beneficios anuales con la tasa de inflación.

Impuestos
s/beneficios
ficticios

El sistema fiscal da preferencia al capital ajeno

15. El sistema fiscal incide contra la formación de capital riesgo. La caída de la rentabilidad fue probablemente un factor decisivo sobre la reducida tasa de formación de capital propio. Sin embargo, aunque la rentabilidad hubiera sido mayor, el sistema fiscal implica una clara preferencia por el capital ajeno o una discriminación frente a la financiación con capital propio. El corregir este sesgo era uno de los objetivos significativos de la reforma del Impuesto de Sociedades en 1977. Finalmente, la doble imposición sobre los beneficios distribuidos, con el impuesto de Sociedades y el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, ha sido eliminada esencialmente. Pero la imposición sobre los beneficios no distribuidos ha aumentado. Y se permite la no distribución de pérdidas entre los accionistas. Además, esta eliminación de la doble imposición sobre los beneficios distribuidos no afecta normalmente a los accionistas extranjeros (solo si en el acuerdo de doble imposición el país de dichos accionistas renuncia a su propio impuesto, que no es lo normal). Tal impuesto de Sociedades es aún un impedimento para la formación de capital riesgo.

16. Además hay otros tratamientos fiscales que desaniman la financiación con capital propio. La tenencia de acciones está aún sujeta a un impuesto doble de patrimonio, como activo de la sociedad y como activo de los accionistas (Vermögensteuer).

1 Véase Wolfram Engels/Wolfgang Stützel, "Teilhabersteuer", 2ª Ed. Frankfurt, M. 1968.

El impuesto sobre la renta de la Sociedad debe ser pagado en el impuesto de patrimonio, y tanto el impuesto del patrimonio como el impuesto de Sociedades están incluidos en la base del impuesto local (contribución industrial). Para reducir los impuestos que gravan a la empresa, el Gobierno Federal ha decidido recientemente reducir la franquicia fiscal sobre pago de intereses del capital ajeno. Así la financiación con capital ajeno se ha hecho aún más ventajosa comparada con la de capital propio. El capital propio es aún más discriminado con el impuesto de sociedades (Gesellschaftssteuer) y el de transmisión de acciones (Börseumsatzsteuer), que grava la tenencia de acciones y bonos, pero no a los créditos.¹ Una reforma a fondo del sistema fiscal debe considerar un tratamiento igual para la financiación con capital propio y ajeno, mejor aún, promocionar el capital propio.

El capital propio es discriminado con el impuesto de sociedades

17. En la recaudación de impuestos se produce una discriminación extraordinaria contra el capital propio. Los dividendos están sujetos a retención en la fuente y los intereses del capital ajeno no. Se ha estimado que el 80% de los beneficios por intereses de las economías domésticas no están gravados porque la gente se "olvida" de declararlos. Esto, por supuesto, es ilegal pero no se cambia fácilmente porque ello significaría de hecho una eleva-

Los dividendos están sujetos a retención en la fuente

¹Hasta ahora los costes de suscripción de la financiación de capital propio -normalmente el 7% del volumen de la suscripción- en la práctica no son deducibles de los impuestos sobre beneficios. El Gobierno Federal ha hecho una propuesta en el Parlamento para que puedan ser deducidos.

ción de la carga impositiva. La consecuencia de ello es que para la mayoría de las economías domésticas la tenencia de acciones es menos atractiva que los bonos del Gobierno o los depósitos en bancos a tipo de interés flotante. La única solución para frenar esta discriminación del capital propio sin imponer gravámenes elevados a los ahorradores, podría ser el combinar una imposición general en la fuente con una deducción mínima generosa tanto sobre los dividendos como sobre los intereses.

El sector de la
vivienda

18. Un obstáculo adicional para la financiación de las inversiones con capital propio lo constituye el tratamiento impositivo de los beneficios del capital. La participación en empresas compite intensamente con la participación en el sector de la vivienda (Bauherrenmodelle). Esta participación presenta un espectro, por una parte, de amplias concesiones para la amortización y de deducciones adicionales de impuestos en combinación con la asignación de pérdidas entre los participantes; y, por otra parte, por el hecho de que los beneficios que obtiene el capital no están gravados. Esto lo hace muy atractivo para los contribuyentes que tienen un tipo impositivo marginal elevado. Por razones fiscales, los empresarios privados encuentran a menudo más atractivo el invertir en viviendas que el hacerlo en su propia empresa. En las sociedades limitadas (Kommanditgesellschaften) es posible una distribución de pérdidas entre los socios por encima de la suma invertida, y los beneficios del capital

so gravan sólo a la mitad del tipo normal. Por último, algunas inversiones con riesgo han tenido lugar en sociedades comanditarias, especialmente en los casos en los que los elevados importes de los costes pueden ser deducidos previamente a la declaración de la renta imponible de los socios. Las inversiones empresariales normales no tienen esta posibilidad. Esto hace que las sociedades comanditarias junto con las de viviendas, sean auténticos protectores frente a los impuestos. No existe un atractivo similar para las inversiones en acciones, a pesar de que los beneficios de capital en acciones están sin gravar (si se mantienen más de 6 meses y la participación es menor del 25% del total la de cartera de acciones). Pero las sociedades no tienen concesiones comparables y no se les permite una distribución de pérdidas entre los accionistas. Es muy urgente hacer que el sistema fiscal sea neutral teniendo en cuenta las diferentes formas de inversión, así como el que la financiación con capital propio deje de ser un medio minusvalorado.

Sociedades
comanditarias

Eficiencia del mercado de capitales

19. Las restricciones institucionales a la financiación con capital propio son, pues, abundantes. Merecen la pena destacar las regulaciones sobre el mínimo de capitalización para la incorporación y para la cotización en bolsa que excluye a las pequeñas empresas del mercado de capitales, los diferentes requisitos de publicidad exigidos en interés de la protección de los inversores, que auyentan a las empresas

Cotización en
Bolsa

pequeñas de su cotización en Bolsa, así como las garantías bancarias, que se reflejen en el prospecto introducción en bolsa, que obliga a los bancos responsables a establecer condiciones estrictas para las empresas que quieren que sus acciones coticen. En la ley de admisión a cotización en bolsa se presta mucha atención a la protección de los inversores. El resultado negativo es que se hace más difícil el que las instituciones realicen inversiones con riesgo.

20. Una forma de superar las dificultades podría ser el permitir un segundo mercado de capitales, situado cerca del ya existente, en el que las empresas pequeñas tuvieran un mayor acceso a la financiación de capital propio, y en el que el "capital riesgo" pudiera cotizarse. Una condición previa para este desarrollo podría ser una elevada materialización de los fondos inversores en sociedades comanditarias (Kommanditgesellschaften) y de las sociedades de responsabilidad limitadas (Gesellschaften mit beschränkter Haftung). Con la ley actual los socios o accionistas deben aprobar si quiere participar un nuevo socio. Los procedimientos de transmisión de acciones de estas sociedades y socios son muy complicados y parecen ser la principal razón por la que no existen mercados institucionalizados para las acciones. Las empresas que buscan nuevos accionistas dependen de un mercado gris de bancos y empresas consultoras o de anuncios en los periódicos. Se puede hacer la modificación legal que los socios dispongan de mayor libertad para la transmisión de acciones y se estandaricen las

mismas para ser fácilmente cotizables con lo que surgiría un mercado. En Estados Unidos el "over the counter market" y en Gran Bretaña el "unlisted securities market" cumplen estas funciones.

21. Otro obstáculo para la financiación con capital propio son las regulaciones relativas al prospecto de garantía de los bancos en sus funciones como "broking houses". El prospecto de garantías tienen el efecto de que tanto los bancos, como "brokers" sobre nuevas acciones, garantizan su reputación para el éxito del mercado de las cotizaciones. Hay una tendencia a excluir las acciones de mayor riesgo del mercado de valores. Los bancos se inclinan, pues, a fijar los precios de emisión en un nivel bajo con el fin de evitar una posterior caída rápida. Este comportamiento implica unos mayores costes de emisión del capital propio. En los Estados Unidos ya no es excepcional que las acciones nuevas coticen por debajo del precio de emisión. Para mejorar la financiación de capital propio en la República Federal de Alemania se requeriría una limitación de los prospectos de garantías de los bancos y la autorización de sociedades de **brokers** distintas de los bancos.

Garantía de los
bancos como
"broking houses"

22. Es un aspecto específico de la ley de sociedades alemana la previsión para recuperar gran parte de los beneficios. La preferencia por la distribución de beneficios, creada con la reforma de 1977 del impuesto de sociedades, no ha encontrado aplicación. El Consejo ejecutivo y Consejo de Supervisión tiene capacidad para

Distribución
de beneficios

retener el 50% de los beneficios. La dirección utiliza normalmente esta previsión para reforzar el capital propio de la sociedad. Hay un aspecto positivo para los accionistas en la medida en que las fluctuaciones en los dividendos pueden ser menores que de otra forma. Pero estas limitaciones de previsión reducen la libertad de disposición de los accionistas. La dirección tiene una inclinación permanente a acumular más capital en la sociedad de lo que requeriría la precaución normal. Si el crecimiento de las reservas de la sociedad se reflejara totalmente en la cotización de las acciones, los accionistas estarían compensados por los beneficios no distribuidos. Pero existen razones para sospechar que no es éste el caso. Una parte substancial de los beneficios no estará nunca a disposición de los accionistas (o sólo en los casos de liquidación de la empresa), por lo que las acciones resultan menos atractivas que si se distribuyese el total de los beneficios. El coste del capital propio es, por ello, mayor de lo que debiera ser. Toda limitación de los derechos de propiedad tiene su precio. Una implicación de la previsión es, pues, que el cambio estructural entre las empresas está obstaculizado en parte porque se restringen las decisiones de portafolio de los accionistas. Una gran parte de los fondos no pueden fluir a las empresas con altas tasas de beneficio y, por lo tanto, permanece en las empresas en las cuales fue invertido inicialmente. Y, además, de esto, un nivel alto de reservas en la sociedad puede aumentar su disposición a hacer concesiones en las negociaciones salariales con los sindica-

tos, lo que lleva a elevar el nivel salarial en mayor medida que en las circunstancias en que hubiera menor disposición de capital.

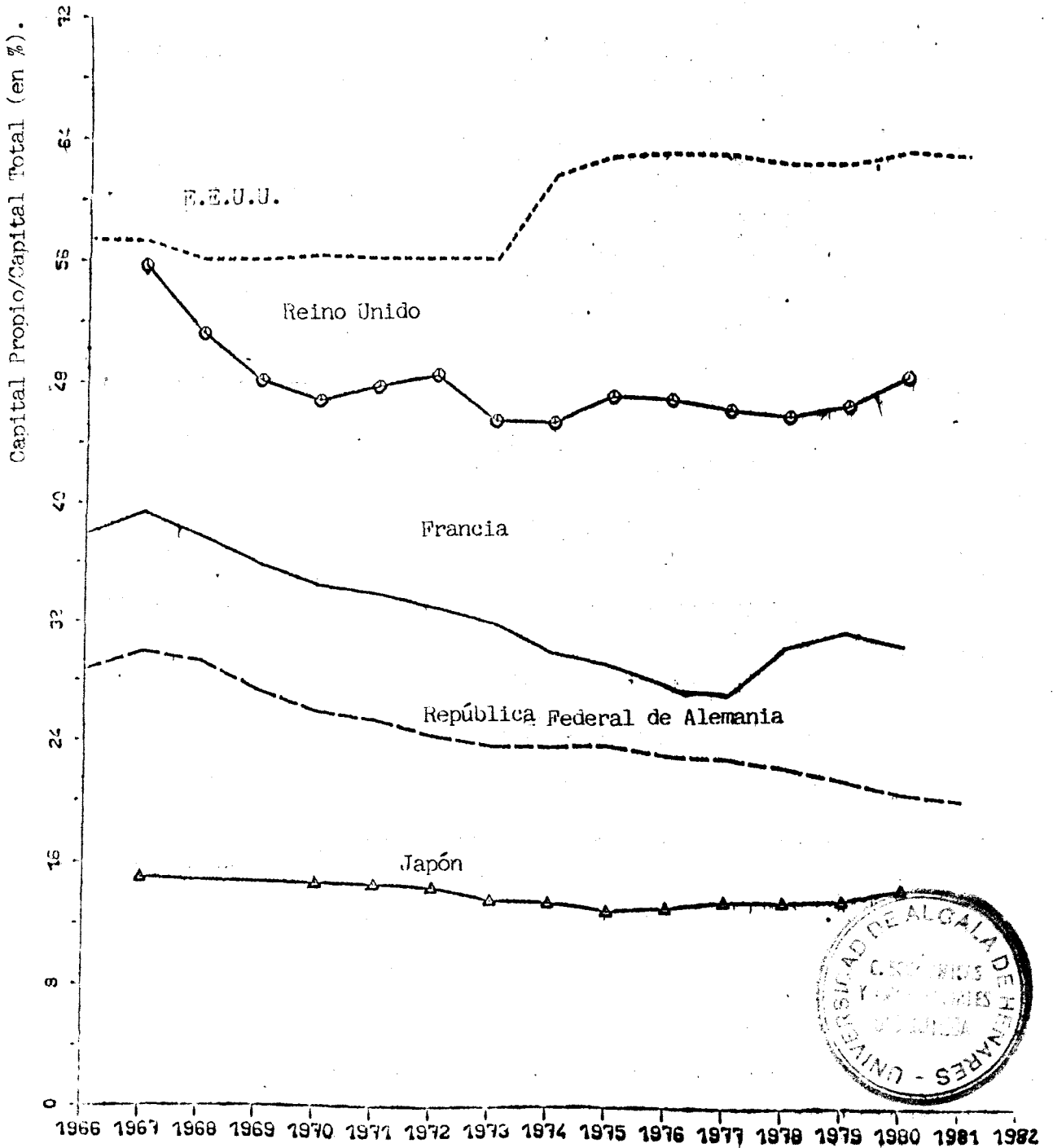
23. ¿Cómo evitar estos efectos indeseados? Si se concediese a la Junta general de accionistas la competencia para la distribución total de los beneficios esto no ayudaría mucho si la mayoría dominante de las acciones es la misma mayoría que influye en la dirección. Una medida rigurosa sería una prescripción estatutaria en cuanto a que debiera distribuirse el total de beneficios menos las reservas necesarias por previsión. La desventaja de esto estaría en que se introduce un nuevo elemento obligatorio en la ley de sociedades y que las sociedades en crecimiento se verían gravadas con costes adicionales de emisión. La solución más elegante sería constituir un derecho individual de cada accionista para reclamar el total de beneficios de sus acciones. Otra forma sería establecer una estricta relación entre remuneración a la dirección, por un lado, y pago de dividendos y valor de las acciones por otro.
24. Una fuente de capital riesgo para las empresas privadas muy poco utilizada es la participación de los trabajadores y empleados. La idea es que otra forma posible de crecimiento de los salarios (o de parte de ellos) puede ser dado en forma de participaciones de capital a los empleados o en forma de participaciones permanentes en los beneficios. Cuanto más se aplique esto, más empleados podrán ser propie-

tarios de su propia empresa. Sin embargo, en algunos centenares de empresas se han introducido diferentes esquemas de participación. Su contribución a la oferta de capital ha sido sólo marginal. Una amplia participación de los empleados solo es posible si tiene lugar a nivel de toda la industria, a nivel nacional, como elementos componentes del salario. Pero hay impedimentos ya que los sindicatos estarán dispuestos a aceptar solo si las acciones de los trabajadores se concentran en los fondos centrales controlados por ellos mismos. Desde el punto de vista de los trabajadores esto conduciría a una mayoría de los sindicatos representativos en los Consejos de muchas firmas cuando la cogestión (Mitbestimmung) ya existente sitúa ya a los sindicatos en todas las grandes empresas con poder de votación ligeramente por debajo de la mayoría. Cogestión más participación en forma de fondos de inversión centrales implicaría la superioridad por encima de la paridad de los sindicatos en la política de gestión de la empresa. Una solución sería la separación de la propiedad de las acciones y el derecho de voto asociado normalmente a las acciones preferentes. En el caso de propietarios individuales y socios, independientemente de las dificultades propias de la transmisión de la propiedad, las leyes fiscales constituyen una barrera para la participación de los trabajadores. Si un trabajador es socio en una empresa personal será gravado como un empresario. Su salario o sueldo, y no meramente el valor y el importe de su participación, estará sujeto a los impuestos locales. Esto hace que la participación de los

Participación de
los trabajadores
y los empleados

trabajadores no sea en absoluto atractiva. Es necesaria una modificación de esta barrera que está ya más que vencida.

Figura 1: Valor Neto (Ratio) de empresas no financieras de diversos países industrializados.



Cuadro 1: Inversiones en la República Federal de Alemania en el periodo 1960-81. (a precios constantes).

AÑO	en porcentaje			Inversiones Brutas en Construcción Producto Nacional Bruto	Formación Inmovilizado Renta Nacional
	Formación Bruta de capital en Inversiones Producto Nacional Bruto	Inversiones Brutas en equipo Producto Nacional Bruto	Inversiones Brutas en Construcción Producto Nacional Bruto		
1960	24.3	9.0	15.3	20.8	
1961	25.2	9.5	15.7	21.6	
1962	25.8	9.7	16.1	21.9	
1963	25.6	9.3	16.2	21.1	
1964	26.6	9.3	17.3	22.2	
1965	26.2	9.5	16.7	21.4	
1966	25.5	9.0	16.5	20.1	
1967	23.1	8.3	14.8	16.7	
1968	22.4	8.1	14.3	15.7	
1969	23.2	9.0	14.3	17.4	
1970	25.5	9.7	15.7	19.6	
1971	26.1	9.7	16.4	20.2	
1972	25.4	8.8	16.5	19.2	
1973	23.9	8.2	15.7	17.3	
1974	21.6	7.3	14.2	13.7	
1975	20.4	7.6	12.8	11.6	
1976	20.1	7.7	12.4	11.6	
1977	20.3	8.0	12.3	11.8	
1978	20.7	8.2	12.4	12.3	
1979	21.8	8.6	13.3	13.7	
1980	22.8	8.6	14.2	14.3	
1981	22.0	8.3	13.6	12.8	

WORKING PAPERS PUBLICADOS

Núm.	A U T O R	T I T U L O	Fecha
1	S. GARCIA ECHEVARRIA	Instituto Internacional de Empresa (b)	18.3.1976
2	E. DURR	Condiciones y premisas de funcionamiento de una economía social de mercado(b)	23.9.1976
3	S. GARCIA ECHEVARRIA	Análisis de la experiencia alemana, en torno a la co-gestión empresarial (b)	12.11.1976
4	S. GARCIA ECHEVARRIA	Política Empresarial: Alternativas y posibilidades para un medio en cambio (a)	10.12.1976
5	S. GARCIA ECHEVARRIA	Beneficio, autofinanciación y cogestión empresarial (a)	25.4.1977
6.	F. VOIGT	La cogestión como elemento fundamental de la Economía Social de Mercado (b)	Mayo 1977
7.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Política Empresarial en España e inversión extranjera (b)	Mayo 1977
8.	S. GARÇIA ECHEVARRIA	Ilusión monetaria, beneficios ficticios y Economía de la Empresa (b)	Junio 1977
9.	H. SCHMIDT	La Ley Constitucional de la Explotación en la República Federal de Alemania (b)	Junio 1977
10.	W. KRELLE	Medidas y planes para una distribución patrimonial más equilibrada en la República Federal de Alemania (b)	Junio 1977
11.	E. DURR	Las diferentes concepciones de Política Económica en la Comunidad Económica Europea (a)	Junio 1977
12.	E. DURR	Importancia de la Política Coyuntural para el mantenimiento de la Economía Social de Mercado (b)	Sept. 1977

(a) Agotado

(b) Hay existencias

Núm.	A U T O R	T I T U L O	Fecha
13	F. VOIGT	El modelo yugoslavo de orden económico y empresarial (b)	Sep. 1977
14.	E. DURR	Aspectos fundamentales e institucionales de una Economía Social de Mercado (b)	Oct. 1977
15.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Política Empresarial en un orden de Economía Social de Mercado: su instrumentación y funcionamiento (b)	Nov. 1977
16.	S. GARCIA ECHEVARRIA	El Balance Social en la gestión empresarial (b)	Enero 1978
17.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Economía Social de Mercado: Actividad privada y pública (b)	Abril 1978
18.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Problemas de la moderna dirección de empresas (b)	Mayo 1978
19.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Marco ideológico de la reforma de la Empresa: La Economía Social de Mercado (b)	Mayo 1978
20.	E. DURR	Política coyuntural y monetaria de Economía Social de Mercado (a)	Junio 1978
21.	CH. WATRIN	Alternativas de orden económico y de sociedad (b)	Julio 1978
22.	E. DURR	Política de crecimiento en una Economía Social de Mercado (b)	Julio 1978
23.	E. DURR	La Economía Social de Mercado como aportación a un nuevo orden económico mundial (b)	Julio 1978
24.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Política de clases medias empresariales (b)	Agosto 1978
25.	S. GARCIA ECHEVARRIA	La empresa ante el paro juvenil (b)	Sept. 1978

(a) Agotado

(b) Hay existencias

Núm.	A U T O R	T I T U L O	Fecha
26 27	S. GARCIA ECHEVARRIA	Economía Social de Mercado Análisis crítico de la planificación económica (b)	Oct. 1978
28.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Memoria de actividades Cátedra de Política Econó mica de la Empresa (b)	Sept. 1978
29.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Mercado de Trabajo en una Economía Social de Merca do (b)	Nov. 1978
30.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Política de Clases Medias Empresariales (b)	Febr. 1979
31.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Balance Social en los paí ses del mercado común (b)	Febr. 1979
32.	S. GARCIA ECHEVARRIA	El estatuto de la empresa	Marzo 1979
33.	E. DURR	La actuación del estado en una economía de mercado (b)	Abril 1979
34.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Poder en la empresa (b)	Mayo 1979
35.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Condiciones para el funcio namiento de la actividad empresarial en un orden de Economía Social de Mercado: Consideraciones sobre la si tuación española (b)	Marzo 1979
36.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Universidad y realidad em presarial en una sociedad pluralista (b)	Mayo 1979
37.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Problemas actuales de la Po lítica Económica y Empres arial Española (b)	Julio 1979
37.	S. GARCIA ECHEVARRIA	Die aktuellen Problema der spanischen Wirtschaftsund Unternehmenspolitik (b)	Julio 1979
38.	E. DURR	Política de crecimiento me diante intervencionismo o mediante una política de or den económico (b)	Sept. 1979
39.	CH. WATRIN	El desarrollo de los princi pios de la Economía Social de Mercado	

Núm.	A U T O R	T I T U L O	Fecha
40	S.GARCIA ECHEVARRIA	Memoria de Actividades	Dic. 1979
41	E. DURR	Dictamen del Grupo Internacional de Economía Social de Mercado sobre la problemática de los planes económicos cuantitativos.	Ene.1980
42	GUIDO BRUNNER	El ahorro energético como motor del crecimiento económico.	Feb.1980
43	S.GARCIA ECHEVARRIA	Incidencia de la Política Económica en la planificación y gestión empresarial.	Mar.1980
44	S.GARCIA ECHEVARRIA	El Balance Social en el marco de la Sociedad	Abr.1980
45	MEINOLF DIERKES S.GARCIA ECHEVARRIA	Balance Social en la Banca	Jun.1980
46	S.GARCIA ECHEVARRIA	La empresa media y pequeña: su localización en la política económica y de Sociedad.	Jun.1980
47	H. GUNTHER MEISSNER	Tendencias actuales del Marketing Internacional	Jul.1980
48	CHRISTIAN WATRIN	Economía de Mercado	Agt.1980
49	S.GARCIA ECHEVARRIA	La productividad como magnitud de medida de los procesos económicos.	Sep.1980
50	S.GARCIA ECHEVARRIA	Situación actual de la Economía Española	Oct.1980
51	S.GARCIA ECHEVARRIA	Problemas que se plantean en España para la introducción de una Economía Social de Mercado.	Nov.1980
52	S.GARCIA ECHEVARRIA	Memoria de Actividades	Dic.1980
53	S.GARCIA ECHEVARRIA	Balance Social y Sociedad (El Balance social como elemento integrante en una Economía Social de Mercado).	Ene.1981
54	S.GARCIA ECHEVARRIA	Estructura Económica y Financiera de las Empresas Medianas y Pequeñas.	Feb.1981
55	S.GARCIA ECHEVARRIA	El papel del Empresario en la Economía Social de Mercado.	Mar.1981

Cátedra de Política Económica de la Empresa

Núm.	AUTOR	TITULO	Fecha
56	E.GAUGLER	Exigencias de la Economía de Mercado a la constitución <u>em</u> presarial.	Abr.1.981
57	O.SCHLECHT	Génesis de la Economía Social de Mercado.	Mar,1.981
58	H. G.MEISSNER	Perspectivas de desarrollo del Marketing Internacional: Escenarios futuros y problemas de su medición.	Jun.1.981
59	CHR.WATRIN	Acción concertada.	Jul.1.981
60	H. ALBACH	Estrategia para la Empresa.	Agt.1.981
61	S,GARCIA ECHEVAR.	Empleo y productividad de la Empresa.	Sep,1.981
62	S.GARCIA ECHEVAR.	Responsabilidad Societaria y Estrategia <u>Empresarial</u> : Balan <u>ce</u> Social.	Nov.1.981
63	S.GARCIA ECHEVAR.	La Concertación Social y su Incidencia sobre la Empresa Española.	Oct.1.981
64	H.ALBACH	Evolución de la Productividad	Dic.1.981
65	S.GARCIA ECHEVAR.	La empresa ante el futuro	Ene.1.982
66	H. ALBACH	La Empresa y el Mercado. <u>Res</u> ponsabilidad social en una Economía Social de Mercado.	Feb.1,982
67	E. DURR	¿La inflación como coste de la ocupación y del <u>crecimien</u> to?	Mar.1.982
68	S.GARCIA ECHEVAR.	Política Retributiva y Polí <u>tica</u> Universitaria.	Abr.1.982
69	S.GARCIA ECHEVAR.	Memoria de Actividades. Cáte <u>dra</u> de Política Económica de la Empresa y del Instituto de Dirección y Organización de <u>Em</u> presas.	May.1.982
70	S.GARCIA ECHEVAR.	Programa de empleo de la Repú <u>blica</u> Federal de Alemania.	Jun.1.982
71	H.ALBACH	Desafíos planteados a la Eco <u>nomía</u> Europea.	Jul.1.982

Núm.	AUTOR	TITULO	Fecha
72	S.GARCIA ECHEVAR.	Contribución al análisis económico-financiero del Avance del Plan General de Madrid	Agt.1.982
73	H.ALBACH	Evolución estructural de la Economía	Sep.1.982
74	EDUARD GAUGLER	Interdependencia entre Política de Personal y Organización Empresarial.	Oct.1.982
75.	S.GARCIA ECHEVAR.	Integración de España en la Comunidad Económica Europea desde la perspectiva empresarial. Referencia especial a las Islas Canarias	Nov.1.982
76	S.GARCIA ECHEVAR.	El perfil del economista de empresa: características determinantes y su incidencia sobre las estructuras universitarias.	Dic.1.982
77	S.GARCIA ECHEVAR.	Capacidad directiva en los países en proceso avanzado de industrialización: el caso español	Enero.1.983
78	S. GARCIA ECHEVAR.	Reto empresarial ante la actual situación económica	Febr. 1,983
79	HORST ALBACH.	Reestructuración industrial: perspectiva social y económica.	Marzo 1.983
80	CHRISTIAN WATRIN	Economía de las alternativas ¿Una alternativa?	Abril 1983
81	S. GARCIA ECHEVAR.	Papel de la empresa alemana en la Comunidad Económica Europea	Mayo 1.983
82	PROF.DR.G.GÄFGEN	Acción concertada como instrumento de la política económica.	Junio 1983
83	E. Dürr	Experiencias históricas sobre la política económica Federal de Alemania.	Julio 1983

Catedra de Política Económica de la Empresa

Núm.	AUTOR	TITULO	FECHA
84	S. GARCIA ECHEVAR.	La dirección empresarial en España: es necesaria una nueva orientación.	Agost. 1983
85	S. GARCIA ECHEVAR.	Condiciones para el funcionamiento empresarial.	Sept. 1983
86	DR. H. ALBACH	Causas del paro	Octub.1983
87	DR. H. SCHMIDT	Recursos humanos en la empresa y política social	Novb. 1983
88	DR. E. DURR	Respuesta de la Economía Social de Mercado a las exigencias de reestructuración industrial.	Dicb. 1983
89	DR. E. Recio	La pequeña y mediana empresa en el marco de un sistema de Economía Social de Mercado o de planificación social	Enero 1.984
90	S. GARCIA ECHEVAR.	Respuesta empresarial a la actual situación económica y social.	Febr. 1984

