



# CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA FINANCIERA, COSTE DEL CAPITAL E INVERSIÓN EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS<sup>1</sup>

VICENTE SALAS FUMÁS  
*Universidad de Zaragoza*

## 1. INTRODUCCIÓN

Existe el convencimiento generalizado de que la economía española está sobreendeudada. La corrección del endeudamiento excesivo se producirá a través del descenso en los volúmenes absolutos de deuda, además de las correcciones por un aumento en el denominador por el crecimiento en la actividad económica. Las cifras de deuda de empresas y de familias sobre el PIB de la economía española muestran un descenso significativo en los últimos años, aunque más que compensado por los aumentos en la deuda pública de manera que la deuda total, en términos absolutos y relativos al PIB, sigue aun en crecimiento moderado. Aparentemente, las empresas españolas se están desendeudando, es decir sustituyendo financiación con deuda por financiación en forma de fondos propios. Resulta pertinente preguntarse si realmente los fondos propios sustituyen a la deuda en la financiación empresarial y, de ser así, analizar las posibles consecuencias del cambio en la estructura financiera para el coste del capital y para la inversión.

Este trabajo analiza la evolución reciente del endeudamiento empresarial en España, valora los ajustes que se están produciendo en el mismo, y establece un marco de análisis que permite proyectar la evolución previsible de la estructura financiera de las empresas y de los costes de las distintas fuentes de financiación, principalmente deuda y fondos propios. Un aspecto metodológico importante a tener en cuenta en los diagnósticos sobre el endeudamiento empresarial es que las empresas deciden la estructura financiera deseada en términos de ratio de deuda sobre el valor económico de los activos empresa. Cuando el valor económico se aproxima al valor en libros de los activos, entonces la estructura financiera se resume en la ratio de deuda sobre el total del activo del balance. En los análisis macro económicos, en cambio, el endeudamiento se mide en términos de deuda sobre PIB, lo que equivale, trasladado al ámbito de una empresa concreta, a la ratio entre deuda

---

<sup>1</sup> Agradezco los comentarios de Joaquín Maudos a una versión previa del trabajo. El texto final es únicamente de mi responsabilidad.



y valor añadido; la relación entre la ratio de deuda sobre PIB o sobre valor añadido, y el endeudamiento deseado a partir de la maximización del valor económico de la empresa, no es del todo evidente. El criterio de crear valor económico es también el que rige en las decisiones de inversión de manera que, bajo dicho criterio, las empresas sólo deben invertir cuando la rentabilidad interna del proyecto de inversión supere al coste del capital. El análisis de los costes de las fuentes de financiación deuda y fondos propios, y de la combinación de las mismas en la estructura financiera deseada por las empresas, así como de la rentabilidad del capital invertido, proporcionan indicios relevantes para proyectar la actividad inversora de las empresas en el inmediato futuro.

La evolución reciente del endeudamiento en las empresas españolas se realiza en el trabajo utilizando ratios de deuda sobre activo y ratios de deuda sobre recursos generados. La información de partida se extrae del Informe Anual de la Central de Balances del Banco de España sobre sociedades no financieras y se presenta desagregada por grandes sectores de actividad y por grupos de empresas pequeñas, medianas y grandes. Los resultados del análisis ponen de manifiesto que el diagnóstico de sobre-endeudamiento de las empresas españolas es distinto según el indicador que se utilice y, más importante, que sea cual sea el indicador; con los datos disponibles el sobre-endeudamiento se circunscribe exclusivamente al sector de la construcción e inmobiliario, y al colectivo de las empresas pequeñas; en estas últimas debido sobre todo al descenso tan importante en su rentabilidad en los años de crisis. En el ámbito empresarial, la percepción de sobre-endeudamiento generalizado es consecuencia de los efectos del contagio resultante de la crisis por pérdida en el valor de los activos en sectores como la construcción y el inmobiliario, que llegan a concentrar ellos solos más del 50% del crédito bancario concedido a las empresas no financieras<sup>2</sup>.

Los análisis de los datos disponibles dibujan una convergencia en la estructura financiera de las empresas hacia ratios de deuda sobre activos próximos a los valores de los años anteriores al boom inmobiliario: 40% de deuda y 60% de fondos propios, con menos deuda en las empresas pequeñas que en las grandes. Actualmente, las proporciones estimadas, extrapolarlo la tendencia decreciente desde 2011, estarán alrededor de 45% y 55%, respectivamente. Por tanto, fuera del sector de la construcción e inmobiliario donde el desajuste es mucho mayor; y entre las empresas pequeñas, muchas de las cuales enfrentadas a un reto serio de viabilidad por los bajos niveles de rentabilidad, el ajuste pendiente en la estructura financiera del resto de sectores económicos es relativamente menor.

El coste del capital para las empresas españolas no está determinado únicamente por el cambio en la estructura financiera, sino por otros factores del entorno financiero y económico. En este sentido, el trabajo hace referencia a cambios en la regulación bancaria, en la

---

<sup>2</sup> Maudos y Fernández de Guevara (2014) analizan de forma muy exhaustiva y con una perspectiva europea comparada el endeudamiento de la economía española, en general, y de las empresas en particular, haciendo especial hincapié en la heterogeneidad de situaciones de riesgo financiero dentro del colectivo. Salas Fumás (2013) contiene un análisis más detallado de la financiación empresarial con referencias particulares a la problemática de empresas pymes innovadoras. Salas Fumás (2014) analiza el endeudamiento de las sociedades no financieras con información de Contabilidad Nacional y Cuentas Financieras, diferenciando entre endeudamiento empresarial y endeudamiento de la economía nacional. El Capítulo 2 del Informe Anual 2013 del Banco de España examina con detalle el proceso de desendeudamiento para el conjunto de la economía española.



fiscalidad y en la normativa concursal que previsiblemente aumentarán el coste de la deuda para las empresas. Por otra parte, se menciona también el cambio en la estructura financiera óptima desde la maximización del valor económico de los activos invertidos, como consecuencia del mayor peso de los activos intangibles en el conjunto de los activos de capital productivo de la economía española, si realmente la economía evoluciona en esa dirección dentro del proceso de cambio esperado, y deseado, en el modelo productivo dominante. Desde la eficiencia económica, la financiación de las inversiones en activos intangibles debe hacerse principalmente a través de instrumentos de capital, es decir fondos propios. El reto institucional es ahora contar con los mecanismos y los instrumentos de control sobre el capital adecuados para una financiación externa con más peso de los fondos propios.

En síntesis, existen condiciones para que en el futuro próximo el peso de los fondos propios en la estructura financiera de las empresas españolas sea mayor del que ha sido en el pasado, aunque no por la mera absorción de las desviaciones de la senda histórica obligados por la crisis, sino por otros factores nuevos en el ámbito financiero, regulación bancaria, y económico, aumento de las inversiones en intangibles. Estas circunstancias previsiblemente derivarán en un mayor coste de la financiación empresarial, que se añadirá al resultante de una valoración más ajustada de los riesgos, en reacción a la laxitud excesiva en el pasado reciente. Este aumento en los costes financieros de las empresas, con el posible impacto contractivo en el volumen de inversión, no debe valorarse necesariamente como algo negativo en sí mismo desde el punto de vista del interés social. En el caso del encarecimiento de la deuda bancaria, es la consecuencia de la eliminación, o disminución, del subsidio implícito que ha beneficiado históricamente al pasivo bancario y que ha favorecido crecimientos del crédito y el devenir de situaciones de inestabilidad financiera con un alto coste social. En lo que se refiere a la demanda de fondos propios para financiar activos intangibles, es de esperar que el mayor retorno económico privado y social que se derive de las inversiones estos activos compense más que sobradamente las pérdidas por el aumento en los costes de financiación; a la espera también de que la inversión en intangibles mejore la competitividad general de la economía española a medio plazo. Además, una estructura financiera menos apalancada significa también una estructura de costes con menos peso de los costes fijos en los costes totales de las empresas y más peso de los variables, con las consiguientes ganancias de flexibilidad adaptativa a las perturbaciones por shocks externos.

El resto de la exposición se estructura como sigue. En el apartado segundo se presenta y se analiza la evolución reciente de la estructura financiera, rentabilidad e inversión en capital de las empresas españolas según datos de la Central de Balances. El apartado tercero está dedicado a revisar los cambios previsibles en las condiciones de oferta y demanda de deuda y fondos propios para la financiación de las inversiones empresariales. Finalmente en las conclusiones se sintetizan los resultados y recomendaciones más relevantes surgidos a lo largo de la exposición.

## **2. ENDEUDAMIENTO, RENTABILIDAD E INVERSIÓN: EVOLUCIÓN RECIENTE**

La información presentada en este epígrafe se extrae principalmente de los Informes Anuales publicados por la Central de Balances del Banco de España. Los valores de las



variables seleccionadas se desglosan por sectores de actividad y tamaños empresariales tal como aparecen en la publicación original. El periodo temporal se extiende entre 2002 y 2013, aunque los años concretos pueden variar de unas variables a otras por disponibilidad de datos.

## ENDEUDAMIENTO

El Cuadro 1 muestra la proporción que representa la deuda con coste (es decir excluida la deuda comercial con los proveedores) sobre el total del activo del balance, neto del exigible sin coste explícito. La ratio de endeudamiento pone en relación el stock de deuda con coste de la empresa con el volumen total de activos que esa deuda contribuye a financiar. No existe una cifra «óptima» para cualquier empresa, sector o momento del tiempo para esta variable, por lo que la valoración de los datos que muestra el cuadro deberá hacerse a partir de las comparaciones por sectores y según la evolución temporal de cada variable<sup>3</sup>.

**CUADRO 1. DEUDA CON COSTE SOBRE TOTAL ACTIVO.  
EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS. CIFRAS EN PORCENTAJE**

	2002	2007	2011	2012
<b>SECTORES</b>				
Energía	41,2	38,6	41,7	38,8
Industria	35,4	41,2	40,4	40,7
Servicios	51,6	49,4	52,1	50,0
Poco representados	28,2	62,1	77,2	75,7
<b>Total</b>	46,4	47,4	50,4	47,9
<b>TAMAÑO</b>				
Pequeñas	35,7	32,9	30,3	28,6
Medianas	36,3	34,9	36,6	33,9
Grandes	47,4	48,6	51,4	48,7

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual Central de Balances. Banco de España, diferentes años.

Para el conjunto de empresas no financieras que colaboran con la Central de Balances, la deuda con coste representa un 46,4% del total de los activos en 2002 y un 47,9% del total de los activos en 2012. La ratio de endeudamiento crece año a año entre 2002 y 2011, cuando alcanza el máximo valor por encima del 50%, y muestra un des-

<sup>3</sup> Se ha escrito mucho sobre la existencia o no de un endeudamiento óptimo para las empresas y sus determinantes. Para una exposición a la vez rigurosa y comprensible del debate remitimos al lector a Brealey y Myers (2000).



censo en 2012 que habrá continuado en 2013, de manera que es de esperar una pronta convergencia a la ratio de deuda anterior al del periodo expansivo. Con las cifras de deuda sobre activo para el total de empresas, según el Cuadro 1, el sobre endeudamiento de las empresas españolas, si ha existido, parece estar en clara fase de corrección.

El Cuadro 1 pone de manifiesto también las diferencias en las ratios de endeudamiento por sectores y por tamaños empresariales. El sector bajo el epígrafe *Poco representados* incluye las ratios de deuda para las empresas en sectores donde el número de empresas que colaboran con la Central de Balances es menos representativo del conjunto de empresas del sector en la economía. En él se incluyen, entre otras, a las empresas colaboradoras con la Central de los sectores construcción e inmobiliario que sin duda pesarán mucho en los valores de la ratio de deuda. Sólo el colectivo *Poco representados* muestra una evolución de la ratio de deuda sobre activo, paralela, aunque mucho más pronunciado en la subida, a la de la fila correspondiente al total de empresas. En el resto de sectores no se aprecia tendencia clara en la evolución de la ratio. Si la referencia del año 2002 es una referencia válida sobre la cifra de endeudamiento deseado en el sector *Poco representados*, la conclusión del Cuadro 1 es que las empresas de este colectivo están efectivamente en una situación de endeudamiento excesivo. Es de esperar que el sobreendeudamiento en el sector de *Poco representados* tendrá que ver con la presencia en el mismo de las empresas de los sectores de construcción y actividades inmobiliarias, incluidas en el colectivo de *Poco representados*. En cualquier caso, en 2012, incluso en el sector de *Poco representados*, se aprecia un descenso en la ratio de endeudamiento con respecto a 2011.

Por clases de tamaño, parte inferior del Cuadro 1, las empresas de menor dimensión están menos endeudadas que las de mayor dimensión; en las primeras, las más pequeñas, el endeudamiento desciende en el tiempo, mientras que entre las medianas y, sobre todo, las grandes se aprecia un perfil temporal similar al del total de empresas. Con los datos del Cuadro 1, por tanto, si ha existido o existe sobre endeudamiento entre las empresas españolas, ello debe atribuirse exclusivamente a las empresas de mayor dimensión; las empresas pequeñas reducen su deuda a lo largo del tiempo cuando ya partían de una deuda inicial menor que la de las grandes.

La ratio de deuda sobre activo tiene como principal limitación, cuando se trata de evaluar el endeudamiento empresarial, el no tener en cuenta la capacidad de las empresas para generar flujos de caja, cash-flows, con los que hacer frente a los pagos de intereses y devolución de la deuda. Para paliar esta limitación, el Cuadro 2 muestra la relación entre el stock de deuda y los flujos anuales de fondos generados por las empresas, bien por sus actividades operativas, beneficio bruto, antes de descontar la amortización, como por sus inversiones financieras, ingresos financieros percibidos. Las cifras están en tanto por cien por lo que cada valor del Cuadro 2 dividido por cien indica el número de años en los que, al flujo de fondos del ejercicio correspondiente igual para todos los años, se devolvería la deuda contraída. En este sentido, para el total de empresas el número de años estaría cerca de cinco en 2008, primer año para el que el Informe publica datos para esta variable, y próximo a siete en 2011.

Las ratios del Cuadro 2 muestran, para todos los sectores y clases de tamaño, unos valores en 2012 sensiblemente superiores a los del año 2008 (aunque en algunos casos



algo menores a los de 2011). Esto significa que en 2012 las empresas podrían estar todavía con unos niveles de deuda en relación a los recursos generados, por encima de los deseados. Las empresas de los sectores *Poco representados*, incluidas las de construcción e inmobiliarias que colaboran con la Central de Balances, muestran el mayor incremento en la deuda sobre recursos generados en 2012 con respecto a 2008; el alto valor de la ratio para estas empresas en 2012 confirmaría la información del Cuadro 1, sobre la continuación del sobre-endeudamiento entre las empresas de la construcción e inmobiliarias hasta fecha de hoy.

Por clases de tamaño empresarial, las cifras del Cuadro 2 son más homogéneas entre las tres clases de pequeñas, medianas y grandes empresas que las del Cuadro 1. En las tres clases de tamaño aparece una tendencia creciente de la ratio de deuda sobre recursos generados en el tiempo, que se corrige en los últimos años en los colectivos de empresas medianas y grandes pero que continúa aún en 2012 en el colectivo de las pequeñas. De acuerdo con la información del Cuadro 2, las empresas más pequeñas siguen todavía en una situación de sobre-endeudamiento por los bajos recursos generados en relación a su deuda.

**CUADRO 2.- DEUDA CON COSTE SOBRE RECURSOS GENERADOS  
(EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN MÁS INGRESOS FINANCIEROS).  
EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS. CIFRAS EN PORCENTAJE**

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>SECTORES</b>					
Energía	417,0	552,5	518,2	547,3	454,9
Industria	371,9	499,4	417,5	406,4	413,9
Servicios	502,9	569,0	623,6	708,9	688,9
Poco representados	779,2	933,3	1687,1	1729,4	1697,8
<b>Total</b>	489,1	585,5	619,2	669,9	619,8
<b>TAMAÑO</b>					
Pequeñas	400,4	439,1	439,4	473,1	514,2
Medianas	367,6	427,0	466,3	435,2	379,2
Grandes	494,1	581,6	628,2	683,7	631,8

*Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual Central de Balances. Banco de España, diferentes años.*

**RENTABILIDAD DEL ACTIVO, COSTE DE LA DEUDA E INVERSIÓN**

Las ratios de endeudamiento sobre el total del activo, Cuadro 1, y sobre los recursos generados, excedente bruto más ingresos financieros, Cuadro 2, se relacionan entre sí a través de las ratios de rentabilidad, es decir beneficios por euro de activo o, en este caso



concreto recursos generados por euro de activo. Una ratio de deuda sobre activo estable en el tiempo se traducirá en un valor creciente (decreciente) de la ratio de deuda sobre recursos generados si la rentabilidad del activo disminuye (aumenta) en el mismo periodo de tiempo. La primera parte del Cuadro 3 muestra la rentabilidad del activo (ROA), calculada como el cociente entre el beneficio después de descontar las amortizaciones y antes de resultados extraordinarios, intereses e impuestos, y el activo total.

La observación del Cuadro 3 confirma que para todas las empresas, sectores y tamaños, la rentabilidad media de los activos experimenta un descenso muy marcado en los últimos años del periodo, en comparación con los valores de principios de la década de los dos mil. La discrepancia en las conclusiones sobre si el endeudamiento empresarial es más o menos elevado según se utilice la información del Cuadro 1 o la del Cuadro 2, se explica por la disminución en la capacidad de generar recursos, descenso en la rentabilidad, de las empresas durante la crisis. Por otra parte, las empresas en los sectores *Poco representados* y las empresas más pequeñas son las que experimentan el descenso más alto en rentabilidad, lo que explica la evolución desigual en el tiempo de su ratio de deuda sobre activo y de su ratio de deuda sobre recursos generados, más marcada en estos colectivos que el resto.

**CUADRO 3. RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA) Y COSTE DE LA DEUDA (CD).  
EMPRESAS ESPAÑOLAS NO FINANCIERAS. CIFRAS EN PORCENTAJE**

	ROA				CD			
	2002	2007	2011	2012	2002	2007	2011	2012
<b>SECTORES</b>								
Energía	10,3	8,8	5,5	6,5	3,9	4,4	3,5	3,6
Industria	8,0	10,6	6,3	5,9	4,8	5,1	3,9	3,8
Servicios	7,5	8,7	5,6	5,4	4,4	4,7	3,7	3,7
Poco representados	9,8	8,4	0,8	-1,0	4,5	5,5	3,7	3,7
<b>Total</b>	8,2	8,9	5,4	5,3	4,4	4,8	3,7	3,7
<b>TAMAÑO</b>								
Pequeñas	8,3	7,4	2,7	2,0	5,3	4,8	3,7	3,9
Medianas	8,9	8,1	5,1	4,9	4,6	4,8	3,6	3,7
Grandes	8,1	9,0	5,4	5,4	4,3	4,8	3,7	3,7

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual Central de Balances. Banco de España, diferentes años.

La rentabilidad del activo en relación al coste del capital es un buen indicador sobre la propensión a invertir de las empresas, bajo el supuesto de que rentabilidades medias siguen con cierto paralelismo a las rentabilidades de los nuevos proyectos. La parte derecha del Cuadro 3 muestra las cifras del coste medio de la deuda CD para los mismos colectivos de empresas y años para los que se dispone de las cifras de rentabilidad. Los



costes medios de la deuda, calculados como el cociente entre los gastos financieros y el saldo de deuda con coste, muestran diferencias sectoriales, aunque menos marcadas que las diferencias en rentabilidad; el coste medio de la deuda es menor en los últimos años que en los años previos a la crisis, aunque no se tienen en cuenta las diferencias de inflación entre los dos sub-periodos<sup>4</sup>. Desafortunadamente no se disponen de costes financieros equivalentes para los fondos propios, aunque con los diferenciales de riesgo correspondientes es de esperar que mantengan un paralelismo con los costes de la deuda.

La rentabilidad del activo supera holgadamente el coste medio de la deuda en los años previos de la crisis por lo que es de esperar que estos años sean también años con elevadas tasas de inversión. Al final del periodo la rentabilidad y el coste financiero se acercan y en los sectores *Poco representados* y de pequeñas empresas el coste supera holgadamente a la rentabilidad. Es de esperar, por tanto, que la inversión se contraiga a lo largo de los años de la crisis coincidiendo con el descenso en la rentabilidad de los activos. Allí donde la rentabilidad no alcanza al coste financiero, la previsión es que las empresas desinviertan e incluso cesen su actividad por falta de viabilidad económica.

El Cuadro 4 muestra la evolución de la inversión empresarial en España, bruta y neta entre 2006 y 2013 por euro de activo no monetario procedente de otra fuente distinta de la Central de Balances (no se dispone de forma inmediata de tasas de inversión equivalentes para los datos de la Central de Balances y por tanto no se dispone de la misma desagregación que en los Cuadros anteriores).

**CUADRO 4. TASAS DE INVERSIÓN BRUTA (FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DIVIDIDO POR ACTIVO NO FINANCIERO) Y TASA DE INVERSIÓN NETA (INVERSIÓN BRUTA MENOS AMORTIZACIONES DIVIDIDO POR ACTIVO NO FINANCIERO). SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CIFRAS EN PORCENTAJES**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inversión bruta	13,3	12,9	11,9	9,0	9,2	9,5	9,4	8,6
Inversión neta	7,0	6,8	5,6	2,3	2,3	2,3	2,0	1,1

*Fuente Salas Fumás (2014). Elaborado a partir de Contabilidad Nacional (INE) y las Cuentas Financieras (Banco de España).*

La evolución temporal de las tasas de inversión sigue las pautas previstas según evolución de rentabilidad y coste del Cuadro 3, tasas elevadas antes de la crisis y más bajas

<sup>4</sup> En los años 2002-2007 la tasa de variación anual del deflactor del valor añadido bruto de la economía de mercado es del 4%, mientras que entre 2009 y 2013 la tasa de variación es próxima a cero. Esto significa costes medio financieros reales, descontada la variación de precios cercana a cero hasta 2008 y costes reales iguales a los nominales en los años de la crisis. En términos reales el coste medio de la deuda aumenta en los años de la crisis.





en los años de crisis. En 2013 la inversión bruta sólo supera ligeramente la amortización de activos, es decir apenas repone la capacidad productiva. Las tasas de inversión del Cuadro 4 se elaboran para el conjunto de sociedades no financieras y sus valores están muy condicionados por el boom inmobiliario (la formación bruta de capital en la construcción llega a representar más del 70% de la formación bruta de capital total de la economía española en los años 2006 y 2007). En cualquier caso, eliminados los efectos de la burbuja inmobiliaria en el comportamiento de la inversión, la tasa de inversión bruta de referencia para las sociedades no financieras en España se sitúa entre el 10%-11%, lo que equivale en términos absolutos a unos 150.000 millones de euros para 2013; el gasto en formación bruta de capital de las sociedades no financieras en España en 2013 asciende a 118.000 euros. Con la recuperación en la rentabilidad de los activos, ya visible en las cifras de Contabilidad Nacional (Salas Fumás, 2014), existe margen para un aumento en la inversión en capital por importe de 30.000 millones de euros al año, solo por converger a la tendencia histórica.

### **3. PERSPECTIVAS EN LOS COSTES FINANCIEROS, ESTRUCTURAS DE CAPITAL E INVERSIÓN**

Con la entrada en el euro se dan condiciones relativamente favorables para que las empresas españolas aumenten su endeudamiento deseado bajo el criterio de maximización de su valor de mercado. En efecto, con el euro mejoran las expectativas de crecimiento rentable y con ello: i) se reduce el coste esperado de quiebra por una menor probabilidad de insolvencia; y ii) aumenta el ahorro esperado de impuestos por la deducción de los gastos financieros de la base imponible del impuesto de sociedades. Si de ello resulta un aumento en el endeudamiento deseado de las empresas, ese aumento no debe calificarse como excesivo. Los bancos y los mercados que facilitan la financiación de deuda permiten el mayor endeudamiento relativo porque comparten con los deudores las mejores expectativas económicas.

Con la llegada de la crisis y con ella unas condiciones de riesgo de insolvencia y rentabilidad opuestos a los que concurrían en los primeros años del euro, el endeudamiento deseado para muchas empresas se reduce, no solo en términos relativos sino también en términos absolutos, debido sobre todo al descenso en el valor de los activos. La percepción de riesgo excesivo por el elevado endeudamiento la comparten los acreedores, los bancos e inversores financieros, aumentada, si cabe, por los elevados volúmenes de crédito expuesto al riesgo en los balances bancarios. Ahora bien, de lo visto en la sección anterior se desprende que los niveles de endeudamiento en el momento en que estalla la crisis difieren sensiblemente de unos sectores y empresas a otros. En algunos sectores y empresas la situación de sobre endeudamiento que perciben con la llegada de la crisis no es consecuencia de una ratio de deuda sobre activos demasiado elevada en el momento de endeudarse, sino consecuencia de la severa recesión que provoca un descenso generalizado en los beneficios y en el valor de los activos financiados.

La salida de la crisis y la recuperación de los beneficios y del valor económico de los activos empresariales reducirá la percepción de sobre-endeudamiento entre las empresas,



aunque los referentes para fijar los nuevos niveles de endeudamiento deseado, al igual que para las decisiones de inversión, no serán los de los años del boom inmobiliario, sino los de los años iniciales de la entrada en el euro. Estos referentes habrán de corregirse por cambios en las condiciones financieras y económicas de las empresas que previsiblemente alterarán la disponibilidad y coste de la financiación empresarial. Veamos cuáles son estos cambios y sus consecuencias para el coste del capital y la inversión.

### ***DISPONIBILIDAD Y COSTE DE LA DEUDA***

La principal fuente de financiación a través de instrumentos de deuda por parte de las empresas ha sido históricamente el crédito bancario; algunas empresas especialmente las más grandes emiten deuda directamente a los mercados. La innovación financiera de las titulizaciones de carteras de crédito por parte de los bancos en los últimos años abre la puerta a una cuasi-desintermediación de la financiación de pymes pues los créditos salen del balance de los bancos y se diluyen en las carteras de inversores institucionales. Sin embargo la crisis financiera ha puesto de manifiesto deficiencias en este mecanismo de asignación de riesgos y requerirá de mayores refinamientos para ser una alternativa efectiva al crédito bancario tradicional. Es de esperar, por tanto, que la financiación bancaria, en sus diferentes modalidades de financiación de proyectos de inversión, líneas de crédito, etc., seguirá siendo la principal fuente de financiación a través de deuda para las empresas españolas, mientras que las emisiones de deuda, bonos, directamente a los mercados, seguirán reservadas a las grandes empresas.

Los seguros de depósito y el convencimiento de que los bancos en dificultades serán rescatados por el estado para evitar males mayores, abaratan los costes financieros de los bancos, por debajo del coste de mercado si la red de protección no existiera. La subvención implícita al coste de la financiación bancaria se traslada al coste del crédito y si el coste está por debajo del que sería socialmente óptimo, la subvención lleva a un exceso de crédito y de inversión. Aunque estos efectos perversos de la intermediación bancaria son bien conocidos ha sido con motivo de la reciente crisis financiera cuando el coste social de la subvención al coste de los pasivos bancarios ha sido más cuestionada (Admati y Hellwigh, 2013).

La regulación bancaria internacional ha respondido a las ineficiencias atribuidas a la situación anterior aumentando las exigencias de capital regulatorio de los bancos (Basilea III), y reformando los mecanismos de resolución de crisis con el propósito de que los costes de las insolvencias bancarias repercutan en mayor medida en los titulares de la deuda no asegurada y menos en el erario público, que en el pasado. Es de esperar que el resultado final de estos cambios regulatorios disminuya el subsidio en los costes de la financiación bancaria y en consecuencia resulte en un incremento en el coste medio de los pasivos para los bancos, aunque en una magnitud difícil de precisar<sup>5</sup>. Los bancos trasla-

---

<sup>5</sup> El debate sobre este punto es intenso y sigue abierto; véase Admati et al (2011) y Martín Oliver et al (2013).



darán este incremento en el coste de los fondos prestables a los intereses que cobran por los préstamos que conceden y por tanto es un factor de encarecimiento de la financiación bancaria para las empresas, a tener en cuenta.

Las crisis económicas acostumbran a dañar seriamente a las finanzas públicas y son momentos propicios para que los gobiernos modifiquen sus sistemas tributarios. La fiscalidad sobre las rentas del capital incluye a los gastos financieros por intereses de la deuda como gasto deducible en el cálculo de la base del impuesto de sociedades. Esto significa que la retribución que perciben los tenedores de la deuda en concepto de intereses no se grava en el origen de su generación, como sí ocurre con la retribución a los fondos propios, sino sólo en el destino, es decir como parte de la renta personal del receptor de los intereses, en su caso. El ahorro inmediato de impuestos que obtienen las empresas sustituyendo un euro de financiación a través de fondos propios por un euro de financiación a través de deuda es visto como un factor de estímulo directo en las decisiones de endeudamiento empresarial.

Sin embargo, para analizar el efecto de la fiscalidad sobre el endeudamiento no basta con tener en cuenta el gravamen de las rentas del capital en origen; es preciso incorporar a ese análisis la tributación de las rentas de las personas físicas. En este sentido, la circunstancia de que, en general, las rentas en forma de plusvalías de capital se gravan con tipos impositivos sobre las rentas personales inferiores a los que gravan a las rentas por dividendos e intereses de la deuda, contrarresta la ventaja relativa de la deuda sobre los fondos propios por la deducción de los gastos financieros en el impuesto sobre sociedades. La conclusión final es que el efecto neto de la fiscalidad sobre el endeudamiento empresarial está más indeterminado de lo que se percibe fijándonos únicamente en la fiscalidad de las rentas de sociedades (Miller, 1977).

La reforma fiscal aprobada en España reduce el tipo nominal del impuesto sobre la renta de las sociedades, a la vez que se contemplan algunos límites en los montantes absolutos y relativos de gastos financieros deducibles de la base imponible; estos cambios reducen el atractivo relativo de la deuda sobre los fondos propios en la financiación empresarial. Por otra parte, la misma reforma apunta hacia una mayor fiscalidad efectiva de las rentas de los fondos propios por reducciones en los beneficios fiscales de la doble imposición de dividendos y por una mayor fiscalidad efectiva sobre las plusvalías. Si estas directrices de la reforma se materializan en la instrumentación final, la fiscalidad sobre la renta del capital aumenta y se reduce el atractivo de la financiación a través de fondos propios. El resultado conjunto de la reforma fiscal podría ser neutral en la decisión de la ratio de endeudamiento de las empresas si, efectivamente, el resultado último es un aumento similar en la fiscalidad efectiva de los intereses de la deuda y de los dividendos y plusvalías de los fondos propios.

Otro coste oculto de la financiación a través de deuda es el coste para los titulares de la deuda derivados de la situación de insolvencia o de quiebra en que pueda encontrarse el deudor en el futuro. En el momento del contrato, el acreedor atribuye una probabilidad a la eventual insolvencia del deudor y la probabilidad y el coste de la insolvencia determinan el coste esperado de la financiación por deuda atribuible a la hipotética insolvencia del deudor. Los costes de la insolvencia y la quiebra y su reparto entre deudor y acreedor están influidos en gran manera por la normativa legal y la experiencia



práctica en materia concursal, de modo que alteraciones en las normas y en las prácticas en este ámbito alterarán el atractivo relativo de la deuda como fuente de financiación.

Las normativas concursales y su aplicación práctica difieren sensiblemente de unos países a otros, de manera que unos tienden a proteger más a los deudores, empresas, y otros a los acreedores, bancos. La crisis ha motivado reformas legislativas en España sobre procedimientos concursales en la dirección de facilitar la continuidad de las empresas en situación de insolvencia y preservar puestos de trabajo. Estos cambios, en la medida en que aumentan los costes esperados que recaen en los acreedores en caso de insolvencia o quiebra, por ejemplo porque con la nueva normativa es más probable que la deuda termine por reestructurarse cuando los deudores preferirían la liquidación de la sociedad, condicionarán las decisiones futuras de los acreedores a la hora de decidir sobre la financiación concedida a las empresas y el coste de la misma.

### ***DISPONIBILIDAD Y COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS***

La financiación a través de fondos propios incluye las ampliaciones de capital y los beneficios retenidos. En ambos casos se trata de fondos que aportan a la empresa los accionistas-propietarios; téngase presente que un euro de beneficio que se retiene en lugar de pagarlo como dividendo lleva implícita la expectativa de accionistas y propietarios que se recuperará en el futuro con la consiguiente rentabilidad compensatoria del coste de oportunidad en que se incurre por no cobrarlo como dividendo. Para las empresas donde la propiedad y la dirección coinciden en las mismas personas, la elección entre ampliar capital o retener beneficios se reduce a consideraciones de fiscalidad y de costes de tramitación, generalmente más elevados para las ampliaciones de capital. Para las empresas con separación entre propiedad y dirección, por ejemplo empresas cotizadas, la situación es diferente porque la asimetría de información sobre el valor intrínseco de la empresa entre accionistas y directivos da lugar a conocidos problemas de selección adversa que encarecen la ampliación de capital frente a la retención de beneficios en la financiación de nuevas inversiones (Myers y Majluf, 1984). Todo ello significa un coste de los beneficios retenidos inferior al de las ampliaciones de capital, y no sólo por razones fiscales, y explicaría porqué las reservas acostumbra a tener más peso que el capital social en el conjunto de los fondos propios de las empresas establecidas.

Las fases contractivas de los ciclos económicos coinciden con menos beneficios empresariales y con ello, si no se modifica la política de dividendos, con menos beneficios retenidos; la capacidad financiera de la empresa para afrontar nuevas inversiones rentables será, por tanto, menor. En las fases de recuperación ocurre lo contrario, los beneficios y las dotaciones a reservas aumentan. Las evidencias sobre la recuperación de la rentabilidad y los beneficios entre las empresas españolas especialmente debido a los menores salarios y al aumento de la productividad, no son del todo concluyentes. De un lado, la Central de Balances no proporciona evidencias claras de recuperación en los beneficios empresariales, ver Cuadro 3, pero en cambio las cifras de Contabilidad



Nacional indican una clara recuperación de los beneficios empresariales sobre todo en 2012 y 2013 (Salas Fumás, 2014).

Es habitual en los análisis sobre rentabilidad empresarial relacionar la estructura financiera de las empresas con la rentabilidad de los fondos propios a través del llamado efecto apalancamiento (más deuda sobre activo aumenta la rentabilidad sobre los fondos para una misma rentabilidad económica de todo el activo si el coste de la deuda es inferior a esta rentabilidad económica). Muy pocos de estos análisis tiene en cuenta al mismo tiempo las repercusiones del apalancamiento sobre el coste de los fondos propios debido al aumento en los riesgos financieros que soportan los accionistas con más proporción de deuda en el pasivo del balance, para un mismo riesgo económico.

La teoría financiera demuestra hace tiempo la neutralidad de la estructura financiera sobre el valor económico de la empresa cuando únicamente se tienen en cuenta los efectos directos del apalancamiento en la rentabilidad y el riesgo de los fondos propios (Modigliani y Miller, 1958). El coste de los fondos propios debe estimarse a partir del diferencial de rentabilidad que compensa el mayor riesgo del titular de los fondos propios, accionistas, como consecuencia del carácter residual de su retribución, en comparación con la retribución pactada de la deuda en forma de intereses y plazos de devolución. Los niveles absolutos de coste de los fondos propios variarán en función de los tipos de interés de la deuda sin riesgo, deuda pública sobre todo, y del riesgo económico del negocio cuyos activos se financian, para una estructura financiera dada.

### ***ESTRUCTURA FINANCIERA E INVERSIÓN***

Según los referentes históricos previos al periodo de burbuja inmobiliaria, para los próximos años de recuperación de la economía española se esperaría una estructura financiera para el conjunto de empresas no financieras con aproximadamente 40% de deuda y 60% de recursos propios. Las referencias del pasado apuntan también a una tasa de inversión bruta en capital aproximadamente del 10% de los activos no financieros que, deducidas las amortizaciones supone el 3% de inversión neta. Las previsiones del futuro en las variables de estructura financiera y de tasa de inversión, además de reconocer una notable diversidad de valores por empresas y sectores, deben tener en cuenta también los cambios previstos en disponibilidad y coste de la financiación, a los que se ha aludido en los párrafos anteriores, y los cambios previstos en la composición del capital a la que nos referiremos ahora.

Desde diversos ámbitos, FMI, OCDE analistas económicos, se ha llamado la atención sobre el hecho de que la inversión empresarial ha quedado rezagada con respecto a la evolución de los beneficios empresariales desde los años más duros de la crisis. Las explicaciones del retraso en la recuperación de la inversión han sido diversas. Una, particularmente relevante en el contexto de esta exposición, explica los bajos niveles de inversión en las estadísticas oficiales por el hecho de que las estadísticas registran la inversión en activos tangibles como maquinaria y equipos, pero no incluyen como inversión gastos en activos intangibles cada vez más importantes (la nueva contabilidad nacional corrige en parte esta discrepancia). En este sentido, *The Economist* de Febrero de 2014



muestra que cuando las cifras de inversión incluyen los gastos en activos tangibles y en activos intangibles, software, I+D, publicidad de marca, desarrollo organizacional y un largo etc., las cifras resultantes de inversión total se acercan más a los niveles de inversión esperados en función de la evolución de los beneficios que cuando sólo se tienen en cuenta las inversiones en activos tangibles.

En España el retraso en la acumulación de activos intangibles dentro del conjunto del stock de capital de las empresas, es manifiesto (IVIE-Fundación BBVA, 2013). Si la economía española debe recuperar competitividad más allá de la que se consigue bajando salarios y, más aun si se ha de avanzar en serio hacia el deseado cambio de modelo productivo, resulta imprescindible aumentar la inversión en activos intangibles. El reto de la inversión empresarial en España por tanto no es solo cuantitativo sino también cualitativo y tiene mucho que ver con la composición de los activos en los que las empresas materializan sus inversiones.

Los activos intangibles tienen como rasgo distintivo frente a los tangibles un menor valor de liquidación en caso de insolvencia, y un valor económico en su uso y asignación mucho más sensible a las decisiones discrecionales de quienes ostentan el poder de decisión. Puesto que las decisiones de gestión empresarial recaen en la propiedad y la propiedad está ligada, en la empresa bajo funcionamiento normal, a quienes aportan financiación en forma de fondos propios, el peso relativo de los fondos propios en la estructura financiera de los activos intangibles debe ser superior al peso cuando la inversión se materializa en activos tangibles. La recuperación de los beneficios empresariales y con ello la posibilidad de disponer de más beneficios retenidos en los años próximos, debe proporcionar fondos propios con los que facilitar la transición de las empresas españolas hacia una composición de sus activos con más peso de los activos intangibles que en el pasado. Sin embargo, el retraso en la acumulación y las altas tasas de crecimiento necesarias para recuperar distancias, hacen suponer que los beneficios retenidos podrían ser insuficientes y será necesario recurrir también a nuevas aportaciones de capital.

Otro aspecto a considerar es que la innovación, en muchos casos en forma de nuevos modelos de negocio, que acompaña la acumulación de activos intangibles, hace prever que las empresas del nuevo modelo productivo, serán empresas nuevas bajo el liderazgo de empresarios y equipos de personas con poca experiencia y con perfiles profesionales distintos de los que predominan en la economía de los tangibles. La combinación de empresas jóvenes, empresarios con corto historial profesional y con fuerte dependencia de activos intangibles como sostén de la competitividad, define un entorno perfecto para que aparezcan en grado máximo los problemas de información asimétrica que se manifiestan en forma de selección adversa y riesgo moral característicos de los mercados financieros. Las posibilidades de recurrir a la financiación a través de deuda para estos proyectos empresariales son mínimas y por ello su viabilidad depende de que se encuentre la financiación necesaria en forma de fondos propios.

Las modalidades de fondos propios disponibles son diversas; la más obvia pero también la más inusual debido a que no se dispone de suficiente riqueza personal, es la aportación de capital por los empresarios fundadores; otras como ayudas financieras públicas, aportaciones de familiares, amigos, *crowdfunding*, aportación de los propios trabaja-



dores, sí son más frecuentes pero insuficientes si el proyecto debe escalarse medianamente. La aportación de fondos propios utilizando mecanismos y cauces más formales, como son las sociedades de capital riesgo, los segundos mercados, etc., será imprescindible para afianzar proyectos con posibilidades reales de crecimiento. La entrada en el capital de la empresa de fondos de capital riesgo y cotizar en mercados organizados, obliga a incurrir en elevados costes de transacción resultado de la implantación de sistemas formales de gobernanza y de cumplimientos normativos en materias de transparencia informativa.

Los mercados de capital riesgo y los mercados de valores donde inversores de distinta naturaleza pueden comprar y vender acciones de las empresas con potencial de crecimiento, ofrecen amplias posibilidades de financiación a las empresas sea cual sea su actividad. Para que la disponibilidad se traduzca en resultados tangibles se requiere al menos: i) que aumente la capacidad de científicos, tecnólogos y gestores para desarrollar desde España proyectos innovadores escalables en mercados globales; ii) que los emprendedores que ponen en marcha estos proyectos accedan a ceder derechos de propiedad y a rendir cuentas al resto de socios capitalistas; iii) que se diferencien correctamente las funciones creativas e innovadoras de las funciones organizativas que aseguren la eficacia en la ejecución y el control de la estrategia, iv) que los mecanismos de control indirecto, i.e. organismos públicos reguladores y supervisores, auditores externos, cumplan con rigor y diligencia sus funciones. La experiencia pasada en España en lo que se refiere a proyectos empresariales impulsados por la financiación a través de capital riesgo y mercados de capitales no es muy alentadora, pero es un buen momento para cambiar de cara al futuro.

#### 4. CONCLUSIÓN

El desendeudamiento de las empresas españolas corrige excesos del periodo de la burbuja concentrados en ámbitos concretos de la economía como son las actividades empresariales en los sectores de inmobiliario y construcción, y empresas pequeñas y de corta edad nacidas muchas ellas al rebufo de la burbuja y sus efectos colaterales, con la recesión afrontan una amenazada su viabilidad económica. Para el resto de la economía el sobre-endeudamiento es derivado del efecto contagio por la recesión general causada por la crisis; la recuperación general de la economía española cuando se absorban los efectos secundarios negativos de la burbuja, debe llevar a estructuras de financiación, niveles de rentabilidad y coste financiero y flujos de inversión en línea con los observados en los años iniciales de la entrada en el euro, excepto por algunos cambios previstos en las condiciones financieras y económicas en las que se desenvolverán las empresas.

Los cambios a los que se alude en el trabajo tienen que ver, en la vertiente financiera, con la nueva regulación de solvencia y de resolución de crisis para los bancos; con los posibles efectos de la reforma fiscal sobre los costes fiscales relativos de la retribución a la deuda y a los fondos propios; con la reforma de las leyes concursales y de reestructuración de la deuda; con la aportación de beneficios retenidos para ampliar la dotación de fondos propios disponibles para la inversión con la recuperación económica. En la vertiente económica se hace hincapié en el cambio en la composición de los activos



estratégicos que afrontan las empresas españolas, en línea con lo que ocurre en las de otros países desarrollados, para avanzar hacia el nuevo modelo económico que no dependa tanto de los salarios para mantener la competitividad internacional.

Con estos cambios, especialmente si se consolida la nueva composición de los activos empresariales con más peso de los activos intangibles, se espera una estructura financiera con más peso de los fondos propios sobre la financiación total, por encima de las ratios según tendencias históricas. El coste ponderado del capital en la nueva estructura podría ser mayor por el aumento previsto en el coste del crédito bancario al reducirse la subvención implícita al coste del pasivo bancario con la nueva regulación, y por los mayores costes de transacción de los fondos propios debido a la naturaleza de los activos y al hecho de que, debido a unos beneficios retenidos insuficientes, una parte de los fondos propios adicionales necesarios para financiar la inversión, se conseguirá a través de ampliaciones de capital. El mayor coste ponderado podría repercutir en una menor inversión, aunque la referencia de una tasa de inversión bruta total del 10% de los activos no financieros (sobre 15% del PIB de la economía) para el conjunto de las sociedades no financieras, nos parece una estimación plausible. De esta inversión, si España quiere parecerse a otros países desarrollados, la mitad será pronto en activos intangibles.

Las características de los activos intangibles complican los mecanismos de acumulación y control sobre su aplicación a las actividades productivas. Parte de esa complicación tiene que ver con la previsión de que buena parte de la acumulación de intangibles se producirá en empresas nuevas y bajo el liderazgo de emprendedores sin experiencia. En estos casos, la financiación externa, y con ella la posibilidad de invertir, sólo será factible si se dispone de mecanismos de gobierno corporativo y estructuras organizativas, con un equilibrio adecuado entre control y gestión, transparencia, rendición de cuentas y participación de los grupos de interés, especialmente los trabajadores, con las que se tiene poca experiencia en nuestro país, pero a cuyo desarrollo habrá que prestar la máxima atención. En este contexto, lo relevante de la estructura financiera, en cuanto a su repercusión sobre el coste del capital y con ello sobre el volumen de inversión, no deriva tanto del impacto de la misma sobre el reparto de los flujos financieros generados, por ejemplo debido a la fiscalidad, sino sobre todo de qué hay detrás de la misma en lo que se refiere a la asignación de derechos de propiedad y decisión y la forma de ejercitar esos derechos. El reto principal para el sostenimiento de la inversión con la composición deseada de mayor peso de los activos intangibles, está en resolver los problemas de información e incentivos que concurren en la función de control sobre el capital que tienen encomendada los mercados y los instrumentos financieros.

## BIBLIOGRAFÍA

- Admati, A., DeMarzo, P., Hellwigh, M. y Pfleiderer, P. (2011): «Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is *not* expensive». Stanford University working paper.
- Admati, A. y Hellwigh, M. (2013): *The Bankers' New Clothes*. Princeton University Press. Princeton, NJ.





- Brealey, R. y Myers, S. (2000): *Principles of Corporate Finance*, Boston, Irwin, McGraw Hill.
- Martín Oliver, A., Ruano, S. y Salas Fumás V. (2013): «Banks' equity capital frictions, capital Ratios, and interest rates: Evidence from Spanish banks», *International Journal of Central Banking*, Diciembre,
- Miller, M. (1977): «Debt and taxes». *Journal of Finance* 32. Págs. 261-275.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1958): «The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment». *American Economic Review* 48. Págs. 261-297.
- Banco de España (2014) *Informe de la la Central de Balances 2012*, Banco de España, Madrid.
- Banco de España (2014) *Informe Anual, 2013*. Banco de España, Madrid.
- IVIE-Fundación BBVA (2013) *Crecimiento y Competitividad: Los Retos de la Recuperación*, IVIE-Fundación BBVA, Madrid.
- Maudos, J. y Fernández de Guevara, J. (2014) *Endeudamiento de las Empresas Españolas en el Contexto Europeo: El Impacto de la Crisis*. Fundación BBVA, Madrid.
- Myers, S., y N. Majluf (1984). «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Salas Fumás, V. (2013) «La financiación externa de la empresa española: Situación actual y perspectivas» *Economía Industrial*, 387, 71-86.
- Salas-Fumás, V. (2014) «Las Sociedades No Financieras en España en la Crisis: Rentabilidad, Inversión y Endeudamiento (Spanish Non-Financial Corporations in the Crisis: Profitability, Investment and Leverage)». Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2436481> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2436481>