



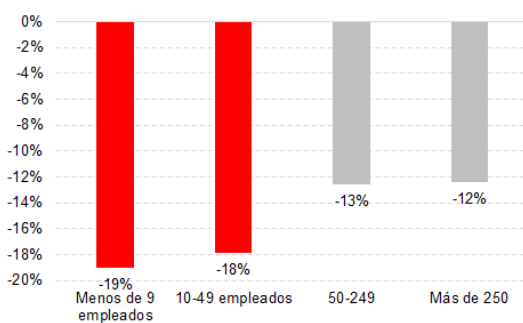
La recapitalización del tejido empresarial: condicionantes y alternativas para el fortalecimiento de la solvencia

El Impacto de la crisis en la empresa española

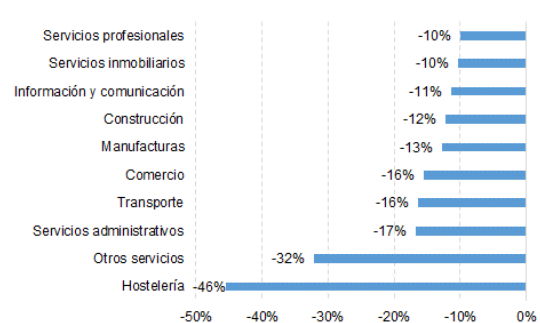
La intensidad y duración de la crisis económica derivada de la COVID-19, reflejada en una contracción del PIB del 11% y un difícil inicio de 2021, está teniendo un impacto asimétrico atendiendo al sector de actividad y, sobre todo, al tamaño de la empresa.

Así, la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), recientemente publicada, constata que son las empresas más pequeñas (hasta 9 empleados) las que reflejan un impacto en su cifra de ventas más pronunciado, y como se intuye a tenor de los datos de actividad y mercado laboral, son las actividades vinculadas a hostelería las que registran un mayor daño en su cifra de ventas (-46%). Por el contrario, las empresas más grandes, aunque también afectadas por la crisis, anticipan caídas de las ventas que, en promedio, podrían situarse en el entorno del 12%, siendo el patrón sectorial similar al que se desprende del análisis relativo a la pequeña empresa y a la microempresa.

Estimación de la caída media de facturación por tamaño de empresa



Estimación de la caída media de facturación por rama de actividad



Fuente EBAE

En este contexto, y superado el diagnóstico inicial de que el problema que afrontaba el tejido productivo era de liquidez, convenimos en la urgencia de reforzar mecanismos que permitan abordar el problema de la insuficiencia de capital en las empresas. El objetivo de estas medidas es doble:

- i. **contener el aumento de la mortalidad empresarial**, teniendo muy en cuenta **que el peso de la financiación bancaria no solo sigue siendo dominante entre los recursos ajenos captados por la empresa**, sino que, mediante el programa de avales del ICO ha desempeñado un papel esencial en la respuesta de emergencia a la crisis; y
- ii. reforzar la estructura financiera de la empresa para **afrontar los esfuerzos inversores que el nuevo modelo productivo requerirá**, con la digitalización y sostenibilidad como ejes principales.

Desgranamos a continuación los posibles mecanismos a desarrollar para atacar la necesidad de hacer frente a los problemas de solvencia derivados de la pandemia.

El papel de la banca como canalizador de las ayudas en 2020

El contexto de paralización de la actividad derivado del estricto confinamiento iniciado en marzo de 2020 motivó la activación de medidas de apoyo centradas en garantizar el acceso a financiación de las empresas para prevenir un problema de liquidez, otorgando flexibilidad a las contrapartes no financieras al haberse ampliado los plazos de devolución (de 5 a 8 años) y de carencia (de uno a dos años). El Estado, a través del ICO, ha asumido así 87.000 millones de euros de riesgo frente a empresas, que no tienen reflejo inmediato sobre el déficit, pero sí suponen un pasivo contingente futuro considerable. Para dejar más clara la importancia de esa asunción de riesgo contingente por parte del Estado conviene resaltar que el incremento neto de la deuda bancaria con las empresas ha sido de unos 42.000 millones (es decir, menos de la mitad de los avales concedidos), lo que quiere decir que más de la mitad de la deuda avalada ha sido destinada a refinanciar



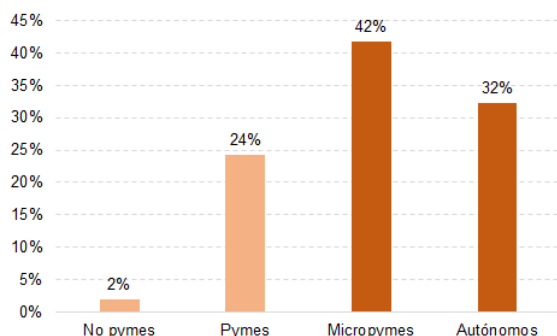
deudas.

El recurso a los avales, en todo caso, ilustra bien el **problema de subinversión a que puede enfrentarse la economía española en los próximos años** puesto que, tras el fuerte aumento del crédito del segundo trimestre ligado al primer programa, del segundo programa (vinculado a financiación de inversiones) apenas se ha empleado un 5% del total disponible (frente a una utilización de un 65% en el programa destinado al circulante).

Sea como fuere, corresponde **enfatar el papel clave jugado por la banca en la canalización de dichos avales** en un momento crítico para la actividad económica, y ello por tres razones:

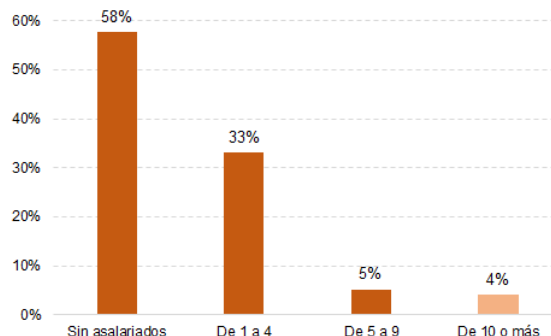
- Casi un **90% del importe total financiado lo ha sido mediante operaciones de financiación bancaria**, frente a poco más de un 5% a través de otros mecanismos extrabancarios (el mercado alternativo de renta fija o avales a través de sociedades de garantía recíproca).
- La inmensa mayoría de las operaciones avaladas (un 98% del total) se han concedido a empresas no grandes (pymes, micropymes y autónomos, en línea con la proporción del tejido empresarial que representa esta tipología de empresas). Con estos agentes la banca no sólo se ha encargado de la distribución y gestión administrativa, sino sobre todo del **análisis conducente a la decisión de avalar, función para la que la banca tenía (y tiene) un posicionamiento especialmente valioso desde sus tradicionales relaciones con el tejido empresarial**. Esa función no podría haber sido realizada directamente por el ICO, ni mucho menos delegada a unos esquemas o algoritmos automáticos de selección.

Estimación de la caída media de facturación por tamaño de empresa



Fuente: ICO

Estimación de la caída media de facturación por rama de actividad



Fuente: INE

- Por último, es preciso destacar que, al asumir el riesgo de la operación en la parte no avalada, la banca tenía un **total alineamiento con el ICO a la hora de llevar a cabo el análisis y selección de beneficiarios de los avales con el máximo rigor y una visión de medio y largo plazo, no condicionada por el deterioro transitorio causado por la pandemia**.

En todo caso, y tras esa agilidad de la banca a la hora de canalizar las medidas de apoyo al tejido empresarial, no podemos obviar que la consecuencia fundamental de estas medidas ha sido un incremento del endeudamiento de la empresa. **Un incremento que, además, se acentúa como consecuencia de la caída de la facturación y de los beneficios empresariales, y de la incertidumbre en relación con la capacidad de recuperación** (asimétrica sectorial y geográficamente).

Factores condicionantes para la definición de nuevos paquetes de ayuda

Los primeros pasos que se han dado para contrarrestar los efectos de la pandemia sobre la estructura de capital de las empresas se han centrado en empresas grandes y/o de un carácter estratégico, con una dotación inicial de 10.000 millones, canalizada a través de la SEPI.

El **grueso del problema no se concentra en atajar los problemas que afronta la empresa de mayor tamaño, sino la pyme, y más concretamente, el estrato de menor tamaño** (menos de 9 empleados), que de acuerdo con las estadísticas de demografía empresarial representa más del 95% del total de empresas en España.



En este punto conviene subrayar que **la urgencia de los mecanismos de reforzamiento de la solvencia no debería conllevar una actuación indiscriminada, esto es, sin tener en cuenta el impacto sufrido y la capacidad de supervivencia posterior de las empresas.**

Así, en el caso de los estratos de mediana y gran empresa es **viable construir métricas que permitan evaluar el antes y el después de la solvencia una vez abordada la reestructuración, y la capacidad real de devolución de deuda.** Es también más factible probar su carácter estratégico dadas las interrelaciones que en términos de actividad y empleo pueden generar tanto en sus regiones de origen como sobre otras regiones. Es en este segmento donde **la realización de licitaciones de recursos públicos a gestores de capital riesgo privados puede contribuir también de manera decisiva al reforzamiento de los fondos propios de las empresas.**

El concepto de actividad estratégica es complejo de aplicar en las empresas más pequeñas, y es necesario asumir que la calidad y cantidad de información económico-financiera de este estrato del tejido empresarial representa, en sí mismo, un reto a la hora de tomar decisiones en condiciones normales. Por ello, los mecanismos de reforzamiento y reestructuración financiera no pueden diseñarse con una visión única. **Tampoco puede despreciarse a todas aquellas empresas que no han solicitado ayuda y han tratado de hacer frente a la compleja situación derivada de la pandemia por sus propios medios.** En este ámbito, el papel de organismos públicos (CDTI, Sepides, ENISA...) como canalizadores de recursos a este segmento puede ser muy relevante también, focalizando sus instrumentos en capital/cuasi capital y lanzando líneas específicas para las empresas que demuestren objetivamente el impacto covid y la necesidad de recapitalizar.

Por todo ello, consideramos que hay tres dimensiones que son críticas a la hora de definir los nuevos mecanismos de apoyo:

- Posibilidad de aplicación de ayudas directas;
- El tamaño de la empresa como condicionante de la naturaleza de los mecanismos financieros de apoyo;
- Posibilidad de aplicar quitas.

Síntesis de posibles mecanismos de refuerzo a las empresas

Mecanismo	Consideraciones generales	Tipo de empresa
Ayudas directas	Aplicación limitada para evitar el soporte a empresas sin capacidad de supervivencia	Cualquiera
Recapitalizaciones	Basadas en <u>instrumentos híbridos</u> (préstamos participativos)	Empresas medianas y grandes Necesaria información económica financiera fiable
Reestructuraciones	Medida complementaria a las ayudas directas	Empresas de reducida dimensión
Quitas	Aplicación <u>caso a caso y no indiscriminada</u> , y nunca antes de agotar todas las vías anteriores	Cualquiera

El reto de las ayudas directas

Podemos convenir que las ayudas directas son las que permiten vincular de forma más justa y eficiente el apoyo financiero al deterioro sufrido por las empresas como consecuencia de la pandemia, y ese es el camino que han elegido algunos países como Alemania o Francia, mediante subvenciones a las empresas que han sufrido descensos importantes (superiores al 30% en general) en su facturación como consecuencia del COVID. Esas subvenciones se estiman, bien como un porcentaje de los ingresos perdidos, o como una



compensación por los costes fijos incurridos.

Esa apuesta por ayudas directas parece ser menos compartida en el caso de España e Italia, cuyas finanzas públicas cuentan con menos holgura para asumir un volumen que pudiera ser potencialmente muy elevado, dada la especial exposición de ambos países a las actividades más afectadas por la pandemia.

Por otro lado, es comprensible que se pretenda evitar el riesgo de que un elevado número de empresas utilicen dichas subvenciones para hacer caja, e inmediatamente liquidar la empresa. Por ello, **dicha medida, en su caso de carácter muy limitado, se complementaría con otras dos actuaciones de ámbito más financiero, y más alineadas con el mantenimiento de la empresa en funcionamiento: recapitalizaciones y reestructuraciones financieras.**

Consideramos que es muy probable que los principales destinatarios de estas ayudas sean empresas pequeñas y microempresas, por lo que en su gestión será necesaria una gran capacidad de llegada y capilaridad. Es por ello que la participación de las Comunidades Autónomas e instituciones financieras regionales pueda resultar crítica para el éxito de esta medida.

Instrumentos orientados a la recapitalización

En el segmento de **empresas medianas y grandes parece claro que optar por instrumentos de recapitalización es la alternativa más clara y directa.** Para ello, hemos abogado en informes pasados por la conversión de parte la deuda avalada por el ICO en préstamos participativos.

Dichos instrumentos incorporan un componente retributivo variable, vinculado a la evolución de la empresa a través de diferentes partidas observables de la cuenta de resultados (resultado neto o EBITDA de forma más general), y tienen la doble ventaja de computar como recursos propios contables (a efectos de solvencia) al tiempo que los pagos asociados son considerados intereses a efectos fiscales bajo determinados supuestos. El repago de estos préstamos estará condicionado por la mejora del devenir de las compañías o por la entrada de inversores en el capital.

Esta conversión no es neutral para las entidades financieras, y de hecho hay que tener en cuenta que todos esos préstamos aparecen íntegramente en los balances de los bancos. De este modo, deberán registrar en sus balances el cambio de naturaleza del préstamo (bien es cierto que en el mismo se mantiene el aval), con las posibles implicaciones de clasificación, que abordamos en el anexo.

Esa medida, que seguimos considerando como la más apropiada desde una perspectiva financiera, sería válida sólo para **empresas a partir de un cierto nivel de tamaño, y sobre todo de transparencia y credibilidad de sus estados financieros.**

Como complemento a esa conversión, y sin duda como mecanismo o de atracción del capital privado hacia el esquema híbrido propuesto, serían necesarias medidas adicionales, como el fomento de la inversión de fondos de capital riesgo y de deuda híbrida (semi capital) en empresas que sean susceptibles de ser capitalizadas en la situación actual ya sea a través de:

- (i) la gestión de recursos públicos por parte de operadores privados con mandatos de inversión concretos de apoyar a empresas necesitadas de capitalización en el entorno actual;
- (ii) la intensificación de los acuerdos de co-inversión entre fondos privados y organismos públicos, en línea con las actuaciones planteadas por Comunidades Autónomas como Andalucía (a través de la Agencia IDEA) o Comunidad Valenciana (con la creación del fondo CREIX);
- (iii) la puesta en marcha de incentivos fiscales para fomentar la entrada de inversores institucionales en vehículos que persigan la capitalización de compañías afectadas;
- (iv) la creación de mecanismos de garantías de primera pérdida para fondos de capital.

El enfoque para empresas de reducida dimensión

Los problemas de transparencia y credibilidad de los estados financieros son susceptibles de aflorar en un elevado número de micropymes y de autónomos. Baste considerar que la obligación de auditar los estados financieros no afecta a este segmento del tejido productivo, lo que reduce la fiabilidad de la información económico-financiera para la toma de decisiones. Por tanto, **la aplicación de instrumentos financieros,**



como los mencionados préstamos participativos, se enfrenta a un problema muy difícil de resolver: el seguimiento de los parámetros de retribución y/o reembolso asociados al comportamiento de la empresa.

Para ese tipo de empresas de pequeña dimensión, que representan la amplia mayoría del censo de las afectadas por la pandemia, el apoyo financiero debe descansar en **mecanismos de reestructuración de créditos, como complemento a las ayudas directas**. Esa reestructuración podría consistir en **alargamiento de plazos, moratorias de intereses y capital, o carencias hasta que se confirme la plena recuperación económica**. En todos esos casos, es fundamental que sea el banco, que es quien tiene mayor información, seguimiento y conocimiento del cliente, el que ayude a la empresa a determinar la mezcla de instrumentos que de forma más efectiva ayuden a garantizar su viabilidad.

En el marco de dicha reestructuración, podría darse el caso de que, **una vez agotados todos los periodos de carencia establecidos, el banco tuviera que negociar con la empresa quitas totales o parciales, como así ocurre en el proceso habitual de recuperaciones. Y en tal caso, esas quitas podrían perfectamente ser “pari passu” entre el banco y el ICO.**

El papel de las quitas

Nuestra reflexión respecto del establecimiento de quitas es que una aplicación de esta **medida de manera generalizada y sin haber agotado otras medidas de reestructuración (pactadas caso a caso entre el banco y la empresa) podría tener un efecto de atracción indeseable**. Las empresas podrían renunciar de forma generalizada a ese otro tipo de medidas (prórroga de carencias, entre ellas), incrementándose de forma muy intensa el volumen de créditos sometido a dichas quitas. Y en cada una de ellas, tal como analizamos en el Anexo, se produciría una reclasificación a dudosos (Stage 3), no solo del préstamo sobre el cual se realiza la quita, sino sobre la totalidad de financiación concedida a la empresa en cuestión.

Con ese efecto “arrastre”, y teniendo en cuenta que la deuda bancaria avalada por el ICO representa solo una parte de la deuda total mantenida por las empresas con el sistema bancario, el potencial impacto de las quitas sobre las cuentas de resultados de los bancos incorpora un factor de apalancamiento, al hacerse extensivo a toda la deuda de cada banco con aquellas empresas en las que se lleva a cabo una quita.

Es por ello que no la consideramos como una opción prioritaria, sino condicionada al agotamiento de los mecanismos de reestructuración, y siempre en una relación bilateral entre la empresa y su banco, en el **marco de un código de buenas prácticas, en la misma línea que el que se desarrolló en 2012 para los deudores hipotecarios.**

Implicaciones macroeconómicas

Como hemos anticipado en la introducción, el deterioro de la solvencia empresarial no solo es un elemento de preocupación para la estabilidad del sistema financiero, sino que es una de las vías a través de la cual la actual crisis puede mermar de forma significativa el potencial de crecimiento de la economía. El exceso de endeudamiento o la insuficiente capitalización de las empresas son elementos susceptibles de frenar la recuperación, a través de la menor creación de empleo y la debilidad de la inversión.

Es inevitable asumir cierta destrucción de tejido empresarial, hecho que formará parte del proceso de adaptación de la economía a los cambios estructurales que ha generado la pandemia en las preferencias, la demanda y los costes de distintos sectores. Pero debe tratarse de que afecte solo a empresas no viables. Para enfrentarse a los problemas de escasez de información, e información asimétrica y de incentivos ya señalados, el filtro sectorial es un primer paso útil. El Banco de España estima que los porcentajes más elevados de vulnerabilidad financiera de las pymes se dan en la hostelería, restauración y ocio, transporte y almacenamiento y vehículos de motor.

No se puede perder de vista el efecto que las medidas adoptadas tendrán en el déficit público, que volverá a situarse por encima del 10% del PIB en 2020. Las ayudas directas son subvenciones que elevarán el gasto ya en 2021; las inyecciones de capital por el contrario podrían no computar como déficit al considerarse variación de activos financieros, siempre que las empresas receptoras sean consideradas viables. Por último, las quitas en aquellos créditos que hayan sido avalados por el ICO supondrían una ejecución de la garantía y un gasto en el ejercicio que se realicen.

En definitiva, desde una perspectiva macroeconómica es conveniente adoptar nuevas medidas para afrontar el problema de solvencia empresarial. Pero debe hacerse con un enfoque selectivo que involucre tanto a la banca como a los propietarios de las empresas y provea los incentivos necesarios para que el coste presupuestario resulte asumible.



Anexo: Implicaciones contables y de solvencia para la banca de las medidas planteadas

A) Efectos contables

El punto 98 del Anejo IX de la Circular 4/2017 del Banco de España dice: “se identificarán como en vigilancia especial las operaciones incluidas en un acuerdo especial de sostenibilidad de la deuda, entendiéndose por tal aquel acuerdo celebrado entre el deudor y un grupo mayoritario de acreedores que tenga como objetivo y como efecto razonablemente previsible asegurar la viabilidad de la empresa” siempre que se cumplan con una serie de condiciones establecidas por la norma. Sin embargo, el punto 115.c del mismo Anejo IX dispone que deberán clasificarse, salvo prueba en contrario, como riesgo dudoso las operaciones que: “presenten importes dados de baja del balance por estimarse irrecuperables que superen las coberturas que resultasen de aplicar los porcentajes establecidos para el segmento de riesgo correspondiente en las soluciones alternativas del apartado III, “Cobertura de la pérdida por riesgo de crédito por insolvencia”, para riesgo normal en vigilancia especial”. Por tanto, la carga de la prueba recaerá sobre la entidad bancaria y existe un riesgo cierto de que la operación acabe calificada como riesgo dudoso. Ya sea riesgo normal en vigilancia especial o riesgo dudoso, se deberán reconocer las provisiones en función a la pérdida esperada durante la vida de la operación, lo que podría multiplicar por tres el importe de las provisiones necesarias para este tipo de operaciones.

B) Efectos en solvencia

Desde el punto de vista de la solvencia, de acuerdo con el artículo 501 del Reglamento de Requerimientos de Capital (CRR) a las operaciones de financiación a empresas que tengan la consideración de Pymes o asimiladas disfrutan de una ponderación del 57% en el caso de préstamos inferiores a 2,5 M€ a efectos de su conversión en Activos Ponderado por Riesgo (APR). En el caso de que se produjera la transformación de la deuda en un préstamo participativo en el que su remuneración se condicione a la rentabilidad de la empresa, la exposición computará al menos al 100% (artículo 133 de la CRR), perdiéndose la ventajosa ponderación de por su carácter de Pyme.