

## Necesaria recapitalización empresarial

Conforme se constata que la crisis va a tener una intensidad y duración mayor de lo inicialmente previsto, crece el temor a una auténtica crisis de solvencia empresarial, en la medida en que lo que inicialmente se afrontó como un problema de liquidez se acabe convirtiendo en uno de solvencia, con un potencial de generalización incluso superior al de la crisis financiera anterior, que estaba mucho más acotada sectorialmente.

En este sentido, cabe reconocer el efecto balsámico que tuvieron los programas de avales para evitar el colapso de los flujos financieros en el contexto de paralización de la actividad provocada por el duro confinamiento inicial. Casi un millón de empresas, la mayoría pymes (incluyendo autónomos), se beneficiaron de esos avales, en unas condiciones favorables, tanto en términos de coste como de plazos de devolución (inicialmente cinco años, luego prorrogados hasta ocho), y de periodos de carencia (inicialmente un año, luego prorrogado hasta dos años)

Pero esas favorables condiciones no ocultan que **se trata de instrumentos de deuda**, con lo que ello supone en términos de obligación de devolución, y sobre todo de deterioro de la estructura financiera, tras una década ininterrumpida de reducción del endeudamiento empresarial.

En este sentido, cabe resaltar que durante esa década de desapalancamiento el sector empresarial español ha incrementado su capitalización (peso de los recursos propios sobre balance) en casi 10 puntos porcentuales; pues bien, **el incremento de la deuda registrado en el marco de la pandemia puede suponer un retroceso de casi la mitad de esa mejora en capitalización experimentada en una década**. Y con una considerable dispersión, de tal manera que en los sectores más afectados por la crisis –los más expuestos a actividades que requieren mayor presencia física- el deterioro de la solvencia es mucho más acusado. Y por tamaños, el impacto sería mucho más intenso en el caso de las pymes, cuya vulnerabilidad financiera es mucho mayor.

El propio Banco de España, sobre la muestra de la Central de Balances,<sup>1</sup> estima que el porcentaje de empresas con presión financiera se habría incrementado desde un 13% en 2019 a un 40% en el caso de las pymes (30% para la gran empresa) y **los niveles de insolvencia podrían alcanzar porcentajes cercanos al 20%**.

Pero no solo se trata de evitar una oleada de insolvencia que sería letal para el tejido productivo español, sino también de reforzar la estructura financiera para afrontar los esfuerzos inversores que el nuevo modelo productivo –con la digitalización y sostenibilidad como ejes principales- requerirá.

En el caso de las empresas grandes y/o de un carácter estratégico, el programa de apoyo financiero del pasado año ya dedicó una partida a la recapitalización de las mismas, con una dotación inicial de 10.000 millones, canalizado a través de la SEPI. Pero en el caso de las restantes empresas –no grandes, o no estratégicas- que constituyen más del 90% de los casi 3,3 millones del censo empresarial español, no se ha contemplado ningún mecanismo de recapitalización, siendo ellas precisamente las más necesitadas.

La urgencia de abordar la recapitalización, o al menos el alivio parcial de la deuda, está creciendo de forma alarmante, y la propia Comisión Europea ha lanzado recientemente una consulta a los Estados Miembros sobre la posibilidad de que, en el marco temporal de ayudas financieras, se incorpore la condonación parcial de deuda avalada a empresas que afronten descensos importantes en sus niveles de actividad. Dicha propuesta tomaría como referencia la iniciativa PPP (*Payment Protection Program*) estadounidense, de la que se han beneficiado más de 6 millones de empresas, por un importe superior a 600.000 millones de dólares, y que pasa a ser no reembolsable (y dada de baja en el balance) cuando la empresa sufre descensos de facturación superiores al 30%.

<sup>1</sup> “El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances”, abril 2020.

En todo caso, y como complemento (o alternativa) a esas medidas de condonación parcial de deudas, lo cierto es que las empresas españolas, especialmente las de menor dimensión, necesitan una importante recapitalización, en la que será necesario instrumentar mecanismos híbridos público-privados, para incrementar el factor de llegada de unos fondos públicos cuya capacidad es ciertamente limitada.

Una primera vía evidente de apoyo, aprovechado que ya se han destinado cuantiosos recursos públicos a las pymes indirectamente a través de las líneas de avales, consistiría **en permitir 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.

En esta línea, el 1 de febrero se publicó una nueva modificación del marco temporal de ayudas del Estado (la quinta), que, entre otros aspectos, recoge la posibilidad de convertir instrumentos reembolsables (garantías, préstamos) en otras formas de ayuda directa, como subvenciones, siempre que la conversión tenga lugar, a más tardar, el 31 de diciembre de 2022.

Un segundo paso consistiría en **agrupar la cartera de préstamos participativos** que asumiría el ICO para su venta en mercado a inversores privados profesionales con experiencia en la gestión de este tipo de activos.

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,
- (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 pérdidas para fondos de capital.

En esta línea también es prioritario **reforzar los recursos financieros y capacidades de actuación, de organismos públicos que tradicionalmente han invertido en pymes**, como son Sepides, CDTI, Enisa, Cofides o las múltiples instituciones similares existentes a nivel regional. Adicionalmente, para que estas instituciones puedan contribuir de una manera eficaz al reto de la recapitalización, sería preciso **flexibilizar la tipología de instrumentos de inversión que estas instituciones otorgan**, permitiendo redirigir esfuerzos desde instrumentos de deuda hacia un enfoque más orientado a instrumentos de capital/cuasi capital.

**También hay recorrido para fomentar el acceso a los mercados de capitales de las empresas en crecimiento con infraestructuras de mercado como BME Growth:** la creación de incentivos fiscales a la inversión, la subvención a los costes de salida o la propia suscripción pública de parte de las ampliaciones de capital de las empresas que se incorporan a este mercado (de un modo similar a como se está actuando para la deuda listada en MARF) podrían permitir incrementar el tamaño de mercado, su base inversora y su profundidad.

Por último, en línea con el desarrollo de las infraestructuras de mercado necesarias, sería positivo incentivar un proceso de **“democratización” de la inversión en el capital de empresas de menor tamaño, similar al que se ha desarrollado en el caso de las SOCIMIs que**, a través de su cotización en bolsa y con una

regulación y fiscalidad favorable, han conseguido que proyectos inmobiliarios se hayan beneficiado de la financiación de capital vía mercados de capitales.

Este enfoque debería ir dirigido a hacer frente a las dos grandes limitaciones que un fondo de capital privado encuentra a la hora de invertir en empresas de menor tamaño, que son el hecho de contar con una capacidad de análisis y seguimiento de sus inversiones limitada. Por lo tanto, se trata de **crear instrumentos de agregación que permitan eliminar el efecto selección y el efecto *monitoring*** (seguimiento de la inversión) y facilitaren la entrada directa del inversor profesional en un vehículo final.

Por último, hemos comentado en profundidad la necesidad de desarrollar actuaciones encaminadas a frenar el incremento de la insolvencia empresarial a través de contribuir a su correcta recapitalización. Sin embargo, es una realidad que para muchas estas empresas estas medidas no llegarán a tiempo o resultarán insuficientes.

Para este tipo de compañía es necesario desarrollar en paralelo **actuaciones dirigidas a compañías viables pero que ya presenten signos de insolvencia** para las que es fundamental una rápida reestructuración de la deuda que evite llegar a una situación de liquidación. Se trata, por tanto, de agilizar los mecanismos de insolvencia judiciales y extrajudiciales.

**La agilización de los mecanismos de insolvencia es clave para evitar que las empresas se vean avocadas a la quiebra.** Sin embargo, en la actualidad estos procedimientos se caracterizan por ser largos y costosos.

Adicionalmente, hay que reconocer que **un desincentivo tradicional para el éxito de estos procedimientos es la no exoneración de la deuda pública** como son impuestos, préstamos ICO y de otros organismos públicos o contribuciones a la seguridad social siendo que la administración pública es, junto con las entidades financieras, el principal acreedor de las empresas.

Se trata, por tanto, de articular las reformas necesarias para:

- (i) **fomentar mecanismos pre-concursales** con fines preventivos,
- (ii) **agilizar y reducir los costes** de los procesos de insolvencia, y
- (iii) **permitir que la administración pública también forme parte de los acuerdos de reestructuración de deuda.**

Por último, para las empresas que lamentablemente no consigan superar la situación de concurso será **necesario mejorar la eficiencia de los mecanismos de liquidación asegurando la más rápida y máxima recuperación posible para los acreedores** y tratando de evitar un efecto dominó que agrave, más todavía, la situación.

---