

3

**LOS EFECTOS DE LA CRISIS DEL COVID-19
SOBRE LOS SECTORES PRODUCTIVOS EN ESPAÑA:
IMPLICACIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS**

1 Introducción

La crisis causada por la pandemia de COVID-19 ha elevado la situación de vulnerabilidad y los riesgos que afrontan los sectores productivos de la economía española. Al comienzo de la pandemia, el descenso de los ingresos, junto con la existencia de pagos fijos, dio lugar a un incremento de las necesidades de liquidez de las empresas y de los empresarios individuales, en un contexto de creciente incertidumbre y de mayor preocupación de los prestamistas sobre los riesgos asumidos. Esta situación elevó el riesgo de que algunos de estos agentes no pudieran atender sus obligaciones de pago (riesgo de liquidez). No obstante, la actuación decidida y contundente de las autoridades económicas contribuyó a mitigar este riesgo, de modo que una proporción amplia de estos agentes con necesidades de liquidez pudieron cubrirlas recurriendo a nuevas deudas. Con la prolongación de la crisis, la preocupación se ha desplazado hacia los riesgos relacionados con el deterioro de la posición patrimonial de las empresas y de los empresarios individuales asociado al aumento de los pasivos ajenos y al descenso de los beneficios, especialmente en los sectores más afectados por la crisis.

Esta mayor vulnerabilidad de los sectores productivos podría suponer un obstáculo para la recuperación económica a través de distintas vías (véase esquema 3.1). En efecto, la evidencia histórica muestra que las empresas muy endeudadas presentan un menor dinamismo en sus decisiones de inversión y de contratación de trabajadores. Además, si este deterioro se llegara a manifestar en problemas de solvencia empresarial, podría producirse una pérdida persistente de tejido productivo y de empleo. Es posible que esta situación impactara también sobre la situación patrimonial de las entidades financieras si los problemas de solvencia empresarial afectaran a una proporción relevante de su cartera de crédito. Ello podría llevar, en situaciones extremas, a que los bancos afectados tuvieran dificultades para atender las peticiones de financiación de los hogares y de las empresas, lo que limitaría el avance de la demanda agregada y frenaría la recuperación económica.

La relevancia de estos riesgos en el momento actual justifica un seguimiento especialmente estrecho de la situación económica y financiera, tanto de los sectores productivos como de las entidades de depósito. La identificación temprana de estos riesgos es clave para que las autoridades económicas puedan introducir las medidas correctoras necesarias para evitar su materialización. Desde el comienzo de la crisis se ha desplegado un amplio abanico de medidas que han contribuido a mitigar estos riesgos. En el futuro, las actuaciones adicionales que puedan adoptarse deberán ir ajustándose en función de la evolución macrofinanciera.

VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS

VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS: INDICADORES, EFECTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICAS		
	Corto plazo	Medio plazo
Indicadores	Riesgo de liquidez Cuando las necesidades de liquidez son más elevadas que los colchones de liquidez de las empresas (activos líquidos y líneas de crédito)	Baja rentabilidad Cuando la rentabilidad del activo es negativa Endeudamiento elevado Cuando la ratio de la deuda financiera neta sobre los resultados corrientes supera un determinado umbral
Efectos económicos y financieros	Quiebra , que genera un impacto económico a través de: <ol style="list-style-type: none"> 1 Desaparición de tejido productivo y empleo 2 Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos 	Obstáculo a los planes de inversión y contratación de trabajadores (exceso de deuda o <i>debt overhang</i>)
Políticas económicas	<ol style="list-style-type: none"> 1 Apoyo a las rentas (ERTE) 2 Retraso en los pagos (moratorias de préstamos, contribuciones a la SS) 3 Apoyo al crédito: <ul style="list-style-type: none"> – Avaes ICO – TLTRO III 	Apoyo a las rentas (ERTE)

FUENTE: Banco de España.

En este capítulo se analiza cómo ha impactado la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad y los riesgos de los sectores productivos de la economía española, y sobre la situación de las entidades de depósito. En primer lugar, se revisa cómo ha afectado la crisis a la liquidez de las empresas y de los empresarios individuales, y posteriormente se valoran los cambios en su posición patrimonial y el alcance de los problemas de viabilidad y de solvencia. A continuación, se discuten las implicaciones macroeconómicas de esta evolución y el papel que desempeñan las políticas económicas. El capítulo concluye con un análisis del impacto de estos desarrollos sobre la situación financiera de las entidades de depósito.

2 Los riesgos de liquidez a corto plazo de los sectores productivos

2.1 Las necesidades de liquidez de las empresas

Los ingresos de las empresas se redujeron con intensidad en 2020 como consecuencia de la crisis del COVID-19, aunque existe una elevada dispersión

VULNERABILIDAD DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS: INDICADORES, EFECTOS ECONÓMICOS Y POLÍTICAS

Largo plazo

Indicadores

Viabilidad

Las empresas con riesgo de viabilidad son aquellas cuyos resultados corrientes esperados para 2023 son negativos

Solvencia

Las empresas sobreendeudadas viables son aquellas con resultados corrientes esperados para 2023 positivos y cuya ratio de deuda neta esperada en 2022 sobre resultados corrientes para 2023 supera un determinado umbral

Efectos económicos y financieros

1 Quiebra de empresas inviables

- Desaparición de tejido productivo y de empleo
- Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos

2 Supervivencia de empresas inviables (zombificación)

- Asignación ineficiente de recursos, que perjudica al crecimiento económico a largo plazo

3 Liquidación ineficiente de empresas viables sobreendeudadas

- Desaparición de tejido productivo y de empleo
- Posible contracción de la oferta de crédito si los impagos de la deuda afectan a una proporción destacada de la cartera crediticia de los bancos

Políticas económicas

1 Dirigidas a empresas sobreendeudadas viables

- Apoyo a las rentas (ERTE)
- Ayudas directas
- Recapitalización
- Reestructuración de deudas
- Mejora de los procedimientos de reestructuración

2 Dirigidas a las empresas inviables

- Mejora de los procedimientos de liquidación de empresas

FUENTE: Banco de España.

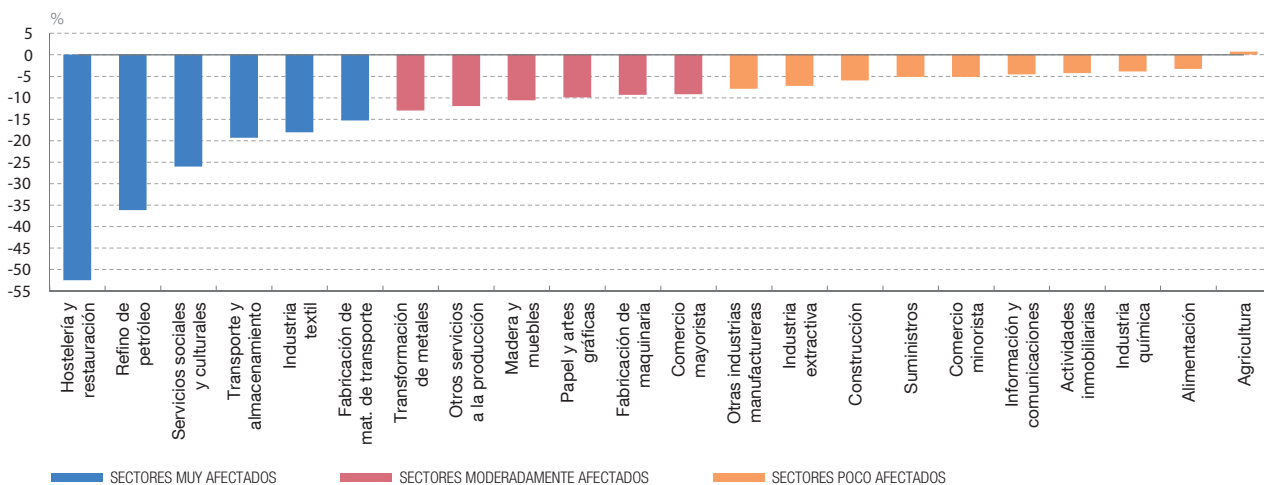
en función del sector y del tamaño. Las medidas tomadas por las autoridades para limitar la expansión de la pandemia, junto con la caída de la demanda de bienes y servicios asociada al aumento de la incertidumbre y a las dificultades para acometer determinados gastos, han supuesto, en muchos casos, un descenso notable de la facturación empresarial. Este descenso ha sido muy heterogéneo por ramas de actividad, y ha sido más acusado en la hostelería y la restauración (con una caída superior al 50 %), la industria de refino de petróleo, los servicios sociales y culturales, el transporte y el almacenamiento, la industria textil y la fabricación de material de transporte, todas ellas con retrocesos superiores al 15 % (véase gráfico 3.1.1). En este capítulo, estos sectores se clasifican dentro del grupo de los

Gráfico 3.1

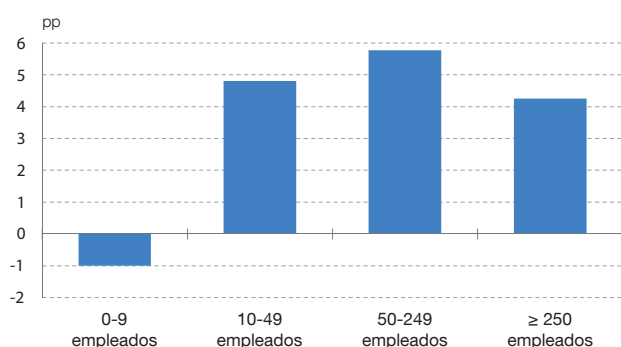
EL IMPACTO DEL COVID-19 SOBRE LOS INGRESOS EMPRESARIALES HA SIDO INTENSO, PERO MUY HETEROGÉNEO

La crisis del COVID-19 ha supuesto caídas de la facturación empresarial generalizadas, pero de distinta intensidad según el sector y el tamaño de las empresas. Las actividades más afectadas por la pandemia suponen en torno al 25 % del empleo y alrededor del 20 % del saldo de crédito.

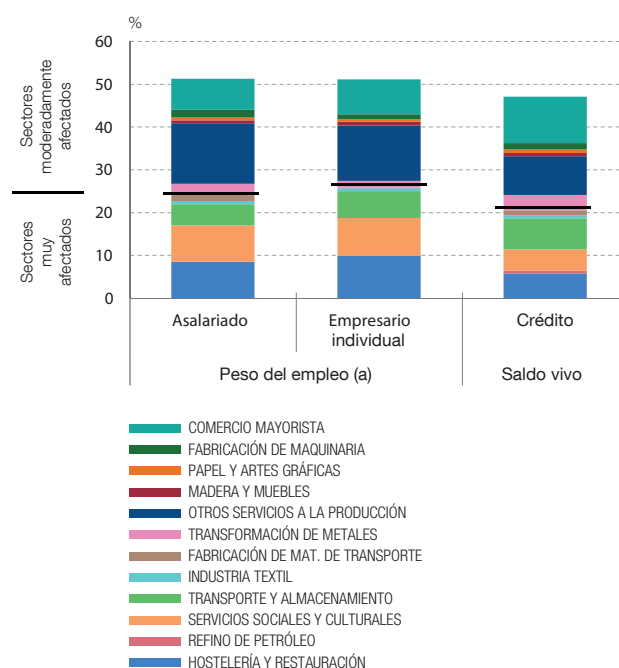
1 EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN EMPRESARIAL EN 2020, POR SECTORES
Variación interanual



2 FACTURACIÓN EMPRESARIAL EN 2020, POR TAMAÑO
Variación interanual (en diferencia sobre media sector)



3 PESO EN EL EMPLEO Y EN EL CRÉDITO DE LOS SECTORES MÁS AFECTADOS. DICIEMBRE DE 2019



FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria, Seguridad Social y Banco de España.

a Calculado sobre los afiliados medios a la Seguridad Social en diciembre de 2019.



muy afectados por la pandemia, mientras que aquellos con disminuciones de las ventas de entre el 15 % y el 8 % se asignan al grupo de sectores moderadamente afectados¹. A finales de 2019, los sectores muy afectados por la pandemia suponían el 24 % del empleo asalariado, el 26 % de los autónomos y el 21 % del saldo de crédito bancario. Por su parte, el peso de los sectores moderadamente afectados en estas variables se situaba en el 27 %, el 25 % y el 27 %, respectivamente. Por tamaños, dentro de cada rama, las microempresas (empresas de menos de diez trabajadores) han sido las más perjudicadas en términos de la evolución de sus ventas (véase gráfico 3.1.2). En todo caso, más allá de la dimensión, se observa una elevada heterogeneidad intrasectorial en la evolución de los ingresos de las empresas en 2020.

La caída de los ingresos de las empresas elevó sus necesidades de liquidez.

La fuerte reducción del volumen de negocio, unida a los costes fijos existentes, dio lugar a un aumento de la proporción de compañías que generaron déficits en su actividad de explotación, es decir, que no tuvieron ingresos suficientes para cubrir los pagos corrientes por suministros, alquileres, gastos financieros y costes de personal. A estos déficits hay que añadir las necesidades de liquidez derivadas de su inversión en activos fijos y de la amortización de su deuda. Todo ello dio como resultado un aumento de las necesidades de liquidez, entendidas como la suma de los tres componentes anteriores.

Entre abril y diciembre de 2020, el 70 % de las empresas no financieras españolas habrían presentado necesidades de liquidez, de acuerdo con los resultados obtenidos a partir de microsimulaciones realizadas por el Banco de España². Esto supone 13 pp más con respecto a un escenario contrafactual (hipotético) de ausencia de pandemia (véase gráfico 3.2.1). En todo caso, y en línea con lo comentado anteriormente en relación con la caída de la facturación, el impacto de la crisis sobre las necesidades de liquidez de las empresas habría sido heterogéneo. Por tamaño, el porcentaje de empresas con necesidades de liquidez sería algo superior en las de menor dimensión. Por sectores, los muy afectados serían aquellos en los que una mayor proporción de empresas habrían presentado déficits de liquidez (el 80 %).

Las necesidades de liquidez agregadas del sector corporativo habrían ascendido a unos 233 mm de euros entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020

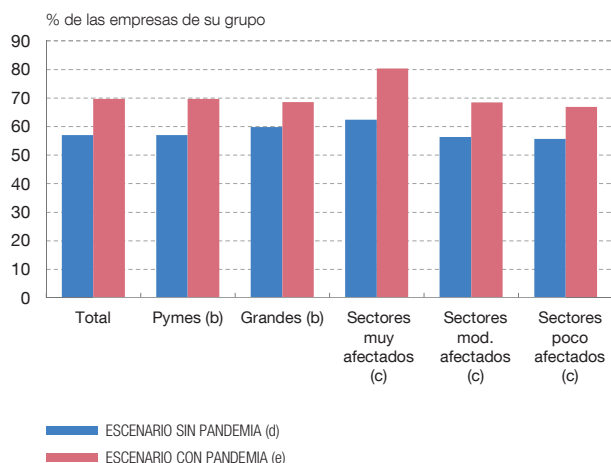
1 El resto forman parte del grupo de sectores poco afectados.

2 Para realizar estos ejercicios se ha utilizado la información de la Central de Balances Integrada (CBI), que contiene datos de unas 400.000 empresas para 2019, último ejercicio disponible, y de la Central de Información de Riesgos de diciembre de 2019 y de marzo de 2020. Las estimaciones recogen la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa. Estas simulaciones se realizan con el fin de introducir heterogeneidad en el comportamiento de las ventas de las empresas dentro de cada sector y con un determinado tamaño. Los importes obtenidos se han elevado al total nacional a partir de la información disponible en el Directorio Central de Empresas sobre el número de compañías por sector y segmento de tamaño. Para más detalles sobre la metodología, véase Blanco *et al.* (2021).

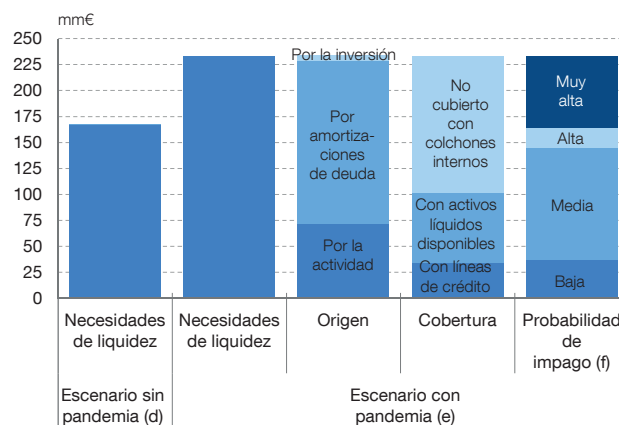
LA PANDEMIA HA ELEVADO LOS RIESGOS DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS

El 70 % de las empresas habrían presentado necesidades de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020, lo que supone unos 233 mm de euros. Los colchones de liquidez de las empresas cubrían menos de la mitad de este déficit de liquidez. Además, alrededor de 90 mm de euros procedían de compañías con un perfil de riesgo alto.

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS CON NECESIDADES DE LIQUIDEZ. II TR-IV TR 2020 (a)



2 LIQUIDEZ: NECESIDADES, ORIGEN, COBERTURA Y PROBABILIDAD DE IMPAGO DE LAS EMPRESAS. II TR-IV TR 2020 (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Excluye *holdings* y empresas del sector de servicios financieros.
- b La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- c Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas han caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas han caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.
- d Escenario contrafactual en el que el crecimiento del PIB está en línea con el escenario publicado por el Banco de España en diciembre de 2019.
- e Los resultados que se muestran corresponden a la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- f Se considera que la probabilidad de impago es muy alta si esta es superior al 5 %, alta si está entre el 3 % y el 5 %, media si está entre el 0,5 % y el 3 %, y baja si es inferior al 0,5 %.



(véase gráfico 3.2.2). Las políticas fiscales de apoyo a las rentas —como la mayor facilidad para realizar ERTE y el aplazamiento del pago de alquileres, cotizaciones sociales e impuestos— contribuyeron a reducir las necesidades de liquidez de las empresas³. Pero, aun así, se estima que el déficit de liquidez generado entre abril y diciembre fue unos 67 mm de euros más elevado que en un escenario contrafactual sin pandemia. La mayor parte de estas necesidades de liquidez procedían de la amortización de la deuda viva.

A pesar de que las empresas contaban con colchones de liquidez elevados, dada la magnitud de la perturbación, estos eran insuficientes para cubrir una parte significativa de las necesidades de liquidez agregadas. Para hacer frente a estas necesidades, las empresas pueden recurrir, en caso de presentar dificultades

3 Para una descripción de estas medidas, véase el recuadro 1.3 del capítulo 1 de este Informe.

de acceso a la financiación externa, a sus activos líquidos, así como al importe no dispuesto de las líneas de crédito concedidas. Desde la crisis financiera de 2008, las empresas habían venido acumulando activos líquidos, particularmente en el caso de las pymes. No obstante, se estima que el conjunto del sector corporativo podía cubrir, como máximo, el 44 % de sus necesidades de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020 haciendo un uso completo de sus colchones (véase gráfico 3.2.2). Además, el desglose de las necesidades de liquidez muestra que cerca del 37 % de las empresas no disponían de recursos internos suficientes para cubrirlos.

Las dificultades para cubrir internamente los déficits de liquidez, junto con el previsible endurecimiento del acceso a la financiación externa, incrementaron en un primer momento el riesgo de liquidez del sector corporativo. Este riesgo, que refleja la capacidad para afrontar los pagos comprometidos, puede comportar graves perjuicios para el desarrollo de la actividad productiva si se materializa y, en casos extremos, poner en peligro la supervivencia de las empresas, con el consiguiente impacto en términos de destrucción de empleo y de tejido productivo. Este riesgo no solo depende de la cuantía del déficit, sino también de la facilidad para cubrirlo. En este sentido, como se ha señalado anteriormente, dado que una proporción significativa de las empresas no podían cubrir sus necesidades de liquidez usando los activos líquidos y las líneas de crédito disponibles, una parte de tales necesidades las tenían que atender mediante financiación externa. Además, como la crisis del COVID-19 aumentó la incertidumbre macroeconómica y la preocupación de los prestamistas sobre los riesgos de crédito, inicialmente hizo prever un endurecimiento en el acceso al crédito, especialmente en el caso de las empresas con peor perfil crediticio. Hay que tener en cuenta que una parte destacada de las necesidades de liquidez estimadas (casi 90 mm de euros) procedían de compañías con un perfil de riesgo alto⁴ (véase gráfico 3.2.2).

2.2 La financiación de las necesidades de liquidez

La rápida y contundente actuación de las autoridades nacionales y supranacionales ha contribuido a mitigar en gran medida estos riesgos de liquidez. Las líneas de avales públicos destinadas a la financiación empresarial gestionadas por el ICO y las medidas aplicadas en el ámbito de las políticas monetarias y financieras han estimulado la oferta de financiación. Así, como señala la EPB, en el segundo trimestre de 2020 las entidades de crédito relajaron los criterios de concesión de préstamos a las empresas, lo que contrasta con el fuerte

4 Se considera que el perfil de riesgo es alto cuando la probabilidad de impago de la deuda es superior al 3 %. Este umbral se corresponde con las categorías 7 y 8 de la escala de calidad crediticia (CQS). Las probabilidades de impago se obtienen a partir de los resultados de los modelos estadísticos desarrollados por el Departamento de Riesgos Financieros del Banco de España para asignar calificaciones crediticias. Para más información, véase [Gavilá, Maldonado y Marcelo \(2020\)](#).

endurecimiento de la oferta crediticia al inicio de la crisis financiera de 2008⁵. La situación de partida del sistema bancario, significativamente más sólida al comienzo de la actual crisis que entonces, así como la distinta naturaleza de la crisis actual, que no tiene un origen financiero, también habrían contribuido a la expansión de la oferta crediticia durante la primera ola de la pandemia. No obstante, según la EPB, a partir del tercer trimestre de 2020 se habría producido un cierto endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a las empresas como resultado de la mayor preocupación de las entidades financieras por los riesgos, dados el contexto de elevada incertidumbre y la prolongación de la crisis sanitaria. En los mercados de deuda corporativa, el coste de la financiación, que se elevó de forma significativa con la irrupción de la pandemia, tendió a reducirse gradualmente, sobre todo tras el anuncio del lanzamiento del PEPP por parte del BCE.

En este contexto de condiciones de financiación favorables, un número elevado de empresas y de empresarios individuales recurrieron a la financiación ajena, principalmente al crédito bancario, para cubrir sus necesidades de liquidez. Así, según las cuentas financieras, en 2020 la captación neta de recursos financieros por parte de las empresas alcanzó los 43 mm de euros (véase gráfico 3.3.1). A ello contribuyeron principalmente los préstamos bancarios (35 mm de euros, frente al flujo negativo de 9 mm de euros de media en años previos) y, en menor medida, los recursos en forma de capital (17 mm de euros), la emisión de valores de deuda corporativa (11 mm de euros), el crédito procedente del exterior (6 mm de euros) y el crédito interempresarial (2 mm de euros). En cambio, el flujo neto del crédito comercial habría sido negativo (29 mm de euros), en línea con la fuerte caída de la actividad empresarial⁶.

La financiación bancaria creció en mayor medida en los sectores que se han visto más afectados por la pandemia y, por lo tanto, con mayores necesidades de financiación. El crédito a actividades productivas creció, en 2020, un 7,9 % en comparación con un año antes (véase gráfico 3.3.2). El desglose por ramas evidencia que este dinamismo del crédito está relacionado con el impacto de la crisis en la facturación de las empresas. Así, en los sectores muy afectados por la pandemia el avance fue del 17,9 %; en los moderadamente afectados, del 10,6 %, y en el resto, del 2,6 %.

El incremento del endeudamiento bancario de las sociedades no financieras y de los empresarios individuales ha sido muy heterogéneo. Un 35 % del saldo de la deuda bancaria se encontraba, a finales de 2020, en los balances de empresas y de empresarios individuales, cuya deuda bancaria se incrementó, en ese ejercicio,

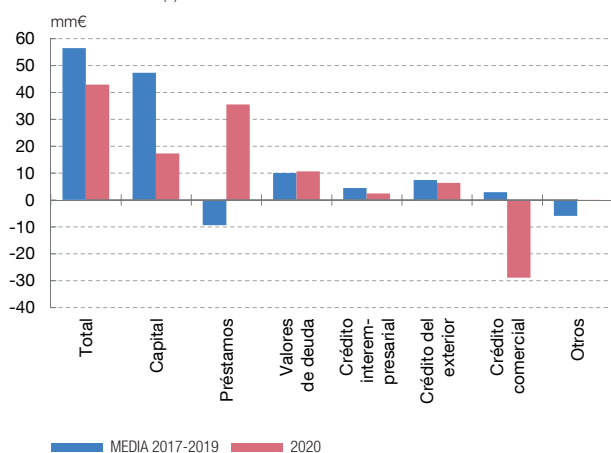
5 Véase [Menéndez y Mulino \(2021a\)](#).

6 Si se supone que se mantienen la fracción de las compras y de las ventas que se pagan a plazo y el período medio de cobro y pago, la caída de la actividad se traduce en un menor saldo de deudas comerciales pendientes de pago.

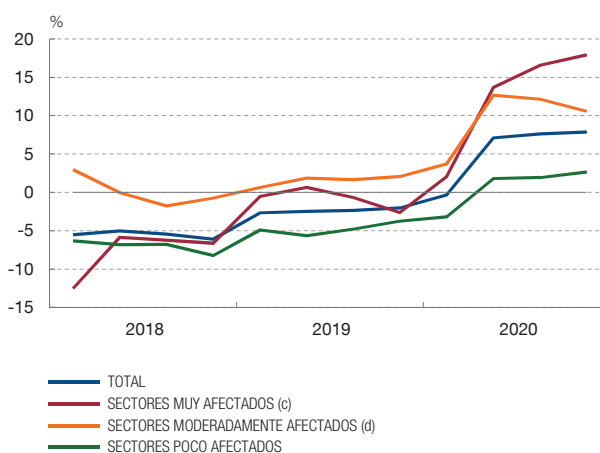
EN 2020, LAS EMPRESAS HAN CUBIERTO SUS NECESIDADES DE LIQUIDEZ RECORRIENDO FUNDAMENTALMENTE A LA FINANCIACIÓN BANCARIA

La financiación bancaria ha sido el principal recurso que han usado las empresas para cubrir sus necesidades de financiación, seguido del capital y de la emisión de deuda corporativa. Este recurso al crédito ha sido mayor en aquellos sectores más afectados por la pandemia, si bien existe una elevada heterogeneidad entre empresas. Los microdatos de la CBT confirman esta evolución.

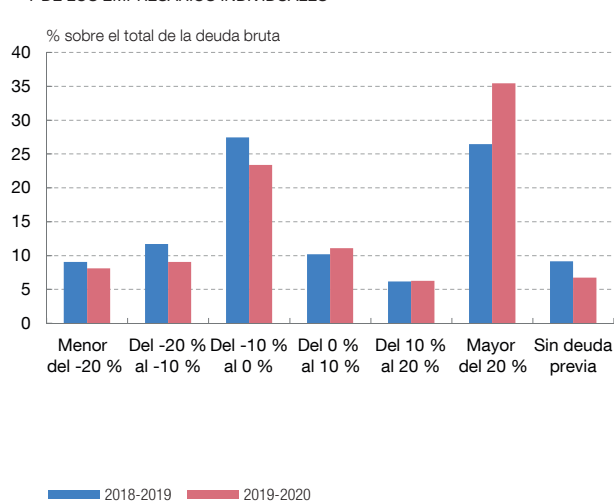
1 FLUJOS FINANCIEROS NETOS DE PASIVO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



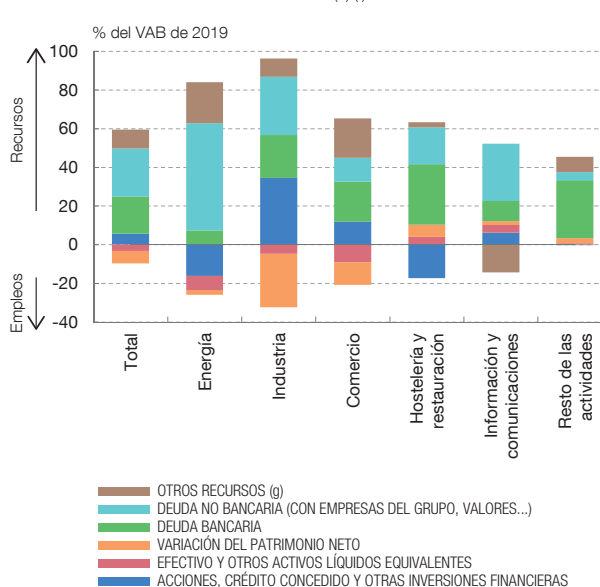
2 CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS POR SECTOR (b)



3 DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA BRUTA DE LAS EMPRESAS Y DE LOS EMPRESARIOS INDIVIDUALES



4 RECURSOS Y EMPLEOS DE LAS EMPRESAS CON NECESIDADES DE LIQUIDEZ. II TR 2020-IV TR 2020. CBT (e) (f)



FUENTE: Banco de España.

- a Flujos acumulados de los tres primeros trimestres de cada año.
- b Se excluye el sector de la intermediación financiera.
- c Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15% en 2020, esto es: hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y culturales, transporte y almacenamiento, industria textil y fabricación de material de transporte.
- d Los sectores moderadamente afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 8%, pero menos de un 15%, en 2020, esto es: transformación de metales, otros servicios a la producción, madera y muebles, papel y artes gráficas, fabricación de maquinaria y comercio mayorista.
- e La CBT es la encuesta trimestral de la Central de Balances.
- f Excluye *holdings* y empresas del sector de servicios financieros.
- g Incluye otras cuentas a cobrar distintas de clientes, otros acreedores comerciales distintos de proveedores y el resto de los activos y pasivos (netos).



más de un 20 %, frente al 26 % de un año antes (véase gráfico 3.3.3). En el extremo opuesto, casi un tercio de las empresas y de los empresarios individuales redujeron su saldo de préstamos en más de un 20 %, una proporción, sin embargo, algo inferior a la observada un año antes. Entre las empresas y los empresarios individuales que no estaban previamente endeudados con entidades de crédito nacionales, el incremento de la deuda bancaria en 2020 fue menor que el observado un año antes. Esto podría ser un indicio de que estos agentes tuvieron mayores dificultades a la hora de financiarse mediante crédito bancario.

Los microdatos disponibles correspondientes a 2020 también evidencian que las empresas habrían cubierto el grueso de sus necesidades de liquidez mediante el recurso al endeudamiento. Así, la información de la muestra de la Central de Balances Trimestral (CBT), formada por unas 800 empresas —entre las que predominan las de tamaño grande—, señala un elevado aumento de los recursos ajenos para el grupo de empresas con déficit de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020, tanto a través del endeudamiento bancario como de otro tipo de instrumentos (principalmente, préstamos recibidos del grupo empresarial) (véase gráfico 3.3.4).

Se estima que el conjunto de las empresas no financieras españolas habrían cubierto cerca de la mitad de sus necesidades de liquidez mediante préstamos bancarios que vencen más allá de 2020. Concretamente, la cobertura habría sido del 48 %; 34 pp se explican por los préstamos acogidos a los programas de avales públicos (véase gráfico 3.4.1). Para las compañías con un acceso, *a priori*, más difícil a la financiación externa, como las de menor tamaño y las que presentan un mayor riesgo de crédito, la proporción que representan los préstamos acogidos a los programas de avales gestionados por el ICO sobre el total de fondos brutos captados es comparativamente más alta. Esta evidencia sugiere, por tanto, que estos programas habrían favorecido el acceso al crédito para este tipo de compañías. En cambio, las empresas sin deuda bancaria previa apenas habrían cubierto el 8 % de sus necesidades de liquidez mediante préstamos bancarios, de los cuales algo más del 60 % estaban avalados por las líneas del ICO. La evidencia disponible sugiere que este último resultado podría explicarse, al menos en parte, por las dificultades que tuvieron estas compañías en su acceso a la financiación ajena⁷. Por tanto, estas habrían cubierto previsiblemente una parte destacada de sus necesidades de liquidez mediante el uso de sus colchones de liquidez. En todo caso, hay que tener en cuenta que las ratios de liquidez de estas empresas son comparativamente más elevadas que las del conjunto del sector corporativo, lo que mitiga los riesgos de que no puedan atender los pagos comprometidos. Por otra parte, el gráfico 3.4.2 muestra que la financiación avalada por las líneas del ICO contribuyó de forma decisiva al aumento del saldo de préstamos de las empresas y,

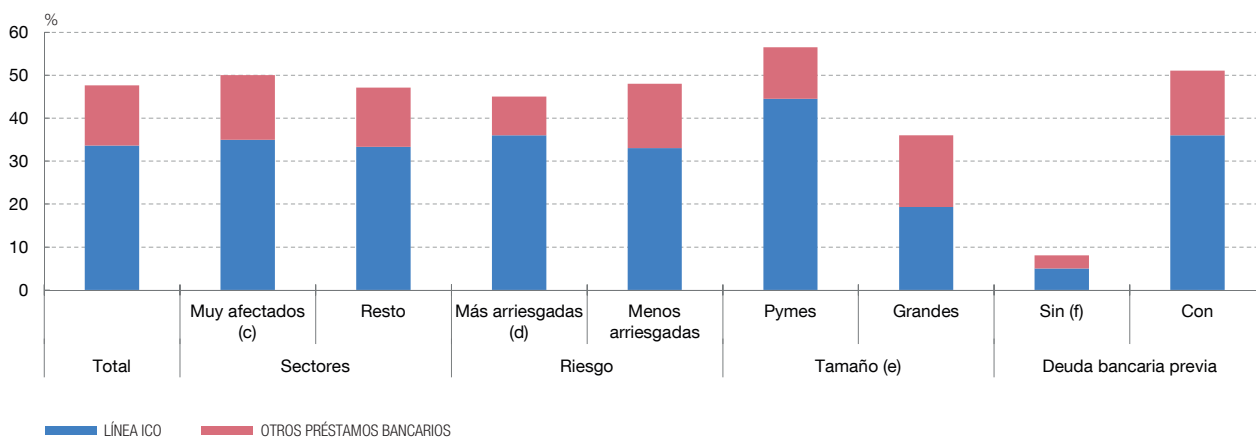
⁷ Véase Arce *et al.* (2021).

Gráfico 3.4

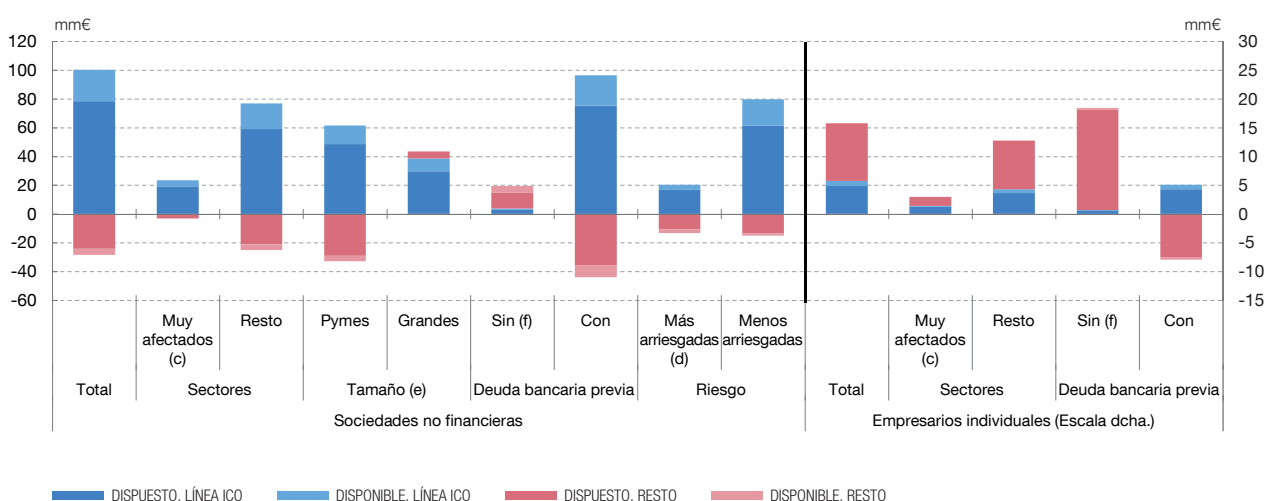
LAS LÍNEAS DE AVALES PÚBLICOS HAN DESEMPEÑADO UN PAPEL MUY RELEVANTE EN LA COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS

El 48 % de las necesidades de liquidez se habrían cubierto con crédito bancario, del cual el 71 % habría sido mediante los programas de avales públicos. Esta financiación avalada, que habría sido más relevante, en términos relativos, en las empresas muy afectadas por la pandemia, las más arriesgadas y las pymes, contribuyó decisivamente al incremento del saldo de crédito de las compañías.

1 COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS SEGÚN SECTOR, TAMAÑO Y RIESGO. MARZO-DICIEMBRE DE 2020 (a) (b)



2 VARIACIÓN EN EL SALDO DE CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS. FEBRERO-DICIEMBRE DE 2020



FUENTE: Banco de España.

- a Incluye nuevas operaciones de crédito (dispuesto y disponible), pero no la disposición de líneas de crédito previamente concedidas.
- b Solo se consideran las operaciones crediticias con vencimiento posterior a 2020, ya que aquellas que vencen dentro de 2020 tendrían que volver a refinanciarse. Las necesidades de liquidez de las empresas se definen a partir de la simulación de la actividad ordinaria de la empresa durante 2020 y de la amortización de las deudas entre marzo y diciembre de 2020.
- c Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15 % en 2020, esto es: hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y culturales, transporte y almacenamiento, industria textil y fabricación de material de transporte.
- d Las empresas más arriesgadas son aquellas cuya probabilidad de impago es superior al 5 %.
- e La definición de tamaño está en línea con la recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE. Las empresas de dimensión reducida que forman parte de un grupo empresarial no se clasifican como pymes.
- f Las empresas sin deuda previa con entidades de crédito son aquellas que no habían dispuesto de ningún crédito ni tenían líneas de crédito a comienzos de febrero de 2020, según la información disponible en el Registro de Crédito del Banco de España.



en menor medida, de los empresarios individuales. Concretamente, se observa que, para el conjunto del sector de empresas no financieras, los préstamos no avalados tuvieron una contribución negativa al avance de la deuda. El desglose por tamaño muestra esta misma evolución en el caso de las pymes. En cambio, en las grandes empresas la contribución del crédito sin aval al crecimiento de su deuda fue positiva, aunque reducida.

2.3 La situación de liquidez a finales de 2020

El uso de las líneas del ICO ha favorecido una mejora en el perfil de vencimientos de la deuda de las empresas y de los empresarios individuales, así como una reducción de su coste medio. Así, la estructura de vencimientos de la deuda bancaria de estos agentes muestra un desplazamiento, entre 2019 y 2020, desde el corto plazo (menos de un año) hacia el medio plazo (entre tres y cinco años), que es especialmente intenso en el caso de las empresas (véase gráfico 3.5.3). Por su parte, durante el mismo período, el peso de la deuda bancaria con un tipo de interés medio inferior al 3 % aumentó en 4 pp en el caso de las sociedades no financieras y en 2 pp para los empresarios individuales, en detrimento de la que tiene un coste superior (véase gráfico 3.5.4). En ambos casos, a esta evolución ha contribuido el recurso a las líneas del ICO, que tienen condiciones de financiación muy favorables en términos tanto de tipos de interés como de plazo de concesión⁸.

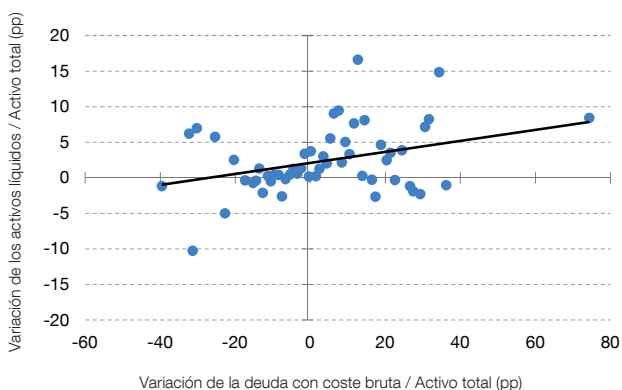
Una parte del incremento del endeudamiento empresarial durante 2020 no se habría destinado a cubrir las necesidades de liquidez a corto plazo, sino a acumular colchones por motivos precautorios. Los datos de la CBT correspondientes a 2020 señalan que existe una relación positiva entre el aumento del endeudamiento bruto y la acumulación de activos líquidos (véase gráfico 3.5.1). Por lo tanto, el incremento del endeudamiento neto de muchas empresas habría sido menor que el de su deuda bruta, por lo que su posición patrimonial no se habría deteriorado tanto como lo que sugieren los datos brutos. Este aumento de los colchones de liquidez se aprecia más claramente en la parte más alta de la distribución de la ratio de liquidez (véase gráfico 3.5.2). En esta misma línea, se observa que, en conjunto, las empresas con necesidades de liquidez de esta muestra no habrían recurrido a sus activos líquidos para cubrir su déficit de liquidez. De hecho, incluso habrían aumentado sus tenencias de este tipo de activos, salvo en el caso de las compañías de la rama de hostelería y, en menor medida, de la de información y comunicaciones (véase gráfico 3.3.4). En el extremo opuesto, existe un grupo de compañías que habrían amortizado deuda deshaciéndose de una parte de sus activos líquidos. Estas empresas, que representan el 43 % de la muestra,

⁸ Véase Alves *et al.* (2020).

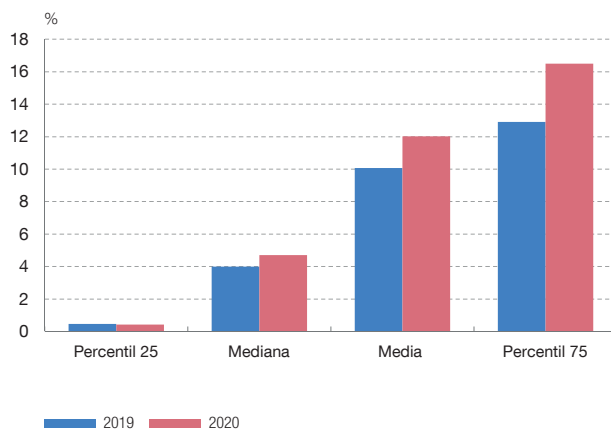
UNA PARTE DEL AUMENTO DE LA DEUDA EMPRESARIAL SE HABRÍA DESTINADO A ACUMULAR COLCHONES DE LIQUIDEZ POR MOTIVOS PRECAUTORIOS

Las líneas del ICO han permitido mejorar la estructura de financiación de las empresas alargando los plazos de vencimiento y reduciendo el coste medio de la deuda bancaria. El incremento de la deuda neta ha sido menor que el de la bruta, ya que una parte de esta se habría destinado a acumular colchones de liquidez.

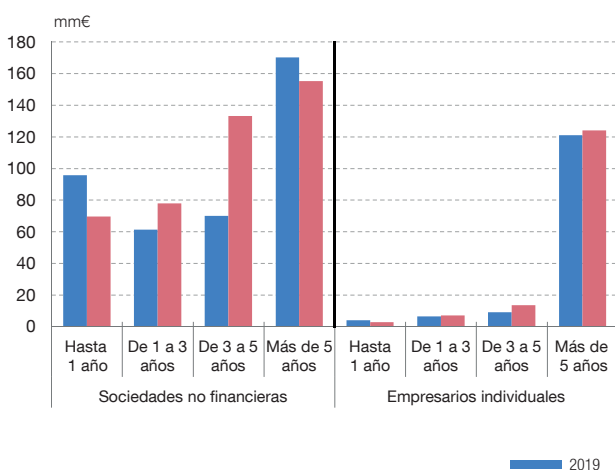
1 RELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA BRUTA Y LA DE LOS ACTIVOS LÍQUIDOS EN 2020. CBT (a) (b)



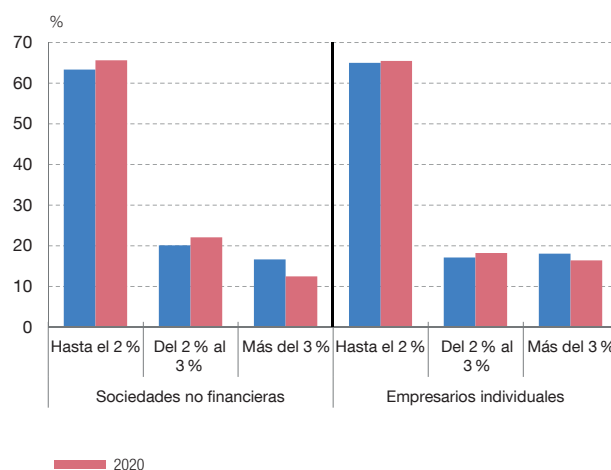
2 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS. CBT (a) (c)



3 DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA SEGÚN PLAZO DE VENCIMIENTO



4 DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA SEGÚN TIPO DE INTERÉS



FUENTE: Banco de España.

- a La CBT es la encuesta trimestral de la Central de Balances.
- b Los activos líquidos se definen como efectivo y otros activos líquidos equivalentes. Cada punto del gráfico corresponde a la media de la variación de la deuda con coste bruta sobre el activo total y a la media de la variación de los activos líquidos sobre el activo total que se obtienen en intervalos de una longitud de 1 pp de la variación de la deuda relativa al activo. Solo se consideran aquellos intervalos en los que hay más de una empresa.
- c La ratio de liquidez se define como el efectivo y otros activos líquidos equivalentes sobre el activo total de la empresa.



partían de unas ratios de liquidez significativamente más elevadas que las de las empresas que han aumentado sus colchones de liquidez⁹.

A pesar del aumento de los colchones de liquidez de muchas empresas y del perfil más favorable de los vencimientos de la deuda, persisten algunos riesgos de liquidez. En efecto, se estima que las necesidades de financiación de los sectores más afectados por la pandemia serían todavía relativamente elevadas en 2021 (aunque significativamente más moderadas que en 2020), ya que no se prevé que a corto plazo recuperen sus niveles de actividad y de rentabilidad previos a la crisis. Además, la información más reciente sobre las condiciones de financiación que proporciona la EPB apunta a un cierto endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos, que, si se prolongara o intensificara, podría dificultar la financiación de algunas empresas.

3 La vulnerabilidad financiera de las empresas a medio y a largo plazo

3.1 La rentabilidad

La información de la CBT evidencia que, durante 2020, la rentabilidad media del activo de esta muestra descendió más de 2 pp. Esta evolución fue resultado de la fuerte contracción de la actividad, que no se vio suficientemente compensada por el descenso de los gastos de personal, y del notable retroceso de los ingresos financieros, como consecuencia, fundamentalmente, de los menores dividendos recibidos. Por su parte, el porcentaje de empresas con rentabilidad negativa aumentó en 8 pp, hasta el 34 %.

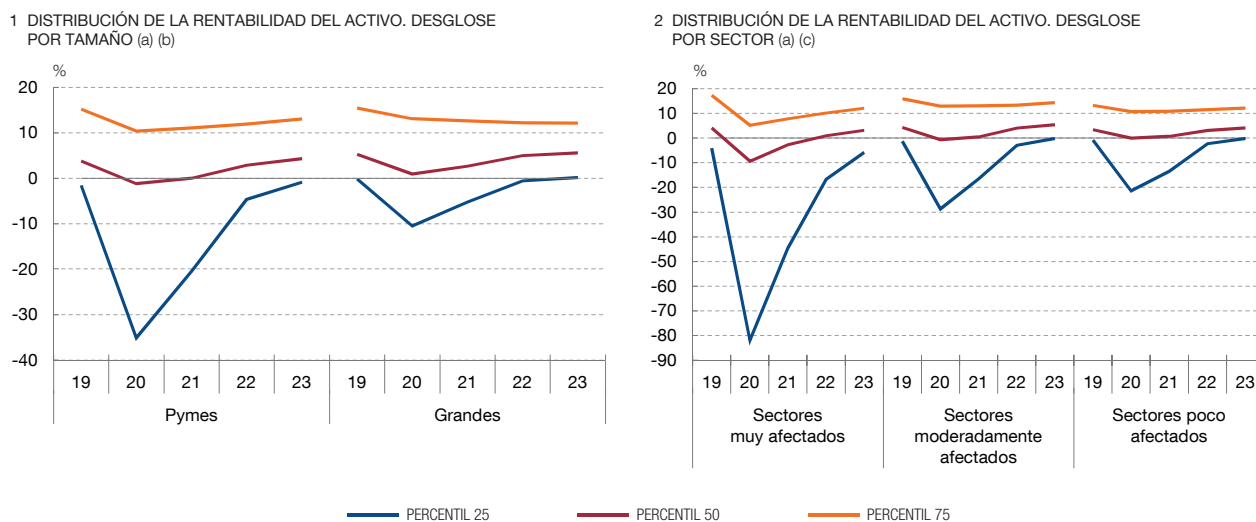
Los ejercicios de microsimulación realizados por el Banco de España para el conjunto del sector empresarial también arrojan un descenso muy significativo de la rentabilidad en 2020, aunque con una heterogeneidad elevada¹⁰. La caída en la rentabilidad mediana de las pymes habría sido de 5 pp y se habría situado en valores negativos, del -1,2 %, mientras que, en las empresas grandes, el retroceso sería de 4,3 pp, hasta el 1 % (véase gráfico 3.6.1). El descenso en el percentil 25 de

9 Los resultados obtenidos a partir de un test de medias que compara las características de las empresas en 2019 dependiendo de si estas han disminuido o no sus activos líquidos en 2020 indican que las compañías que han usado sus colchones de liquidez en dicho año tenían una ratio de activos líquidos más elevada con anterioridad al inicio de la pandemia. Sin embargo, no se observan diferencias estadísticamente significativas de los niveles de significatividad estándar en lo referente a su tamaño, rentabilidad o endeudamiento.

10 Se simula a partir de la información de la CBI para 2019 y de la Agencia Tributaria para 2020, así como de los cambios asociados con la evolución económica prevista de acuerdo con el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas en marzo de 2021 por el Banco de España, y elevando los resultados obtenidos al total del sector empresarial. Se presenta la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa. Para 2023, se supone que las empresas recuperan un nivel de ventas compatible con la evolución esperada del VAB sectorial en términos nominales entre 2019 y 2023. Entre 2021 y 2023, las ventas se interpolan entre sus niveles de 2020 y 2023 de acuerdo con el crecimiento del VAB sectorial. Para más detalles sobre la metodología, véase Blanco *et al.* (2021).

EN 2020 SE HABRÍA REDUCIDO SIGNIFICATIVAMENTE LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS DEL COVID-19, Y A PARTIR DE 2021 SE RECUPERARÍA GRADUALMENTE

De acuerdo con las microsimulaciones realizadas, el deterioro de la rentabilidad habría sido especialmente intenso en los sectores más afectados por la crisis del COVID-19. A partir de 2021 se produciría una recuperación gradual de la rentabilidad de las empresas. La mediana de rentabilidad para el conjunto del sector corporativo no recuperaría los niveles registrados antes de la pandemia hasta 2023.



FUENTE: Banco de España.

- a Rentabilidad del activo (ROA) = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste. Resultados obtenidos a partir de simulaciones consistentes con la evolución económica prevista por el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España en marzo de 2021. Los resultados que se muestran en estos paneles corresponden a la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- b La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- c Se definen como sectores muy afectados por la crisis del COVID-19 aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.



la distribución de la rentabilidad, por debajo del cual se concentran las empresas menos rentables, sería de mayor intensidad, en especial en el caso de las pymes. La proporción de empresas con rentabilidad negativa habría aumentado en 24 pp en el caso de las pymes, hasta el 55 %, y en 18 pp en el de las grandes, situándose en un 45 %. El detalle por ramas de actividad muestra que el deterioro habría sido sustancialmente mayor en los sectores muy afectados, con una caída de la rentabilidad mediana desde el 4,1 % hasta el -9,4 % (véase gráfico 3.6.2).

A partir de 2021 se espera un aumento gradual y heterogéneo de la rentabilidad de las empresas, en línea con la recuperación de la actividad económica que recoge el escenario central de las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España¹¹. La recuperación de los niveles de rentabilidad precrisis sería más lenta en las compañías que operan en los sectores cuyas ventas han sufrido una mayor caída en 2020. Así, mientras que en las ramas moderadamente afectadas y

11 Se corresponde con el escenario macroeconómico central de las proyecciones del Banco de España de marzo de 2021. Para más información, véase [Banco de España \(2021\)](#).

poco afectadas los niveles de rentabilidad medianos superarían, en 2023, los registrados antes de la pandemia, en las muy afectadas este indicador seguiría estando, en ese año, por debajo de los niveles precrisis.

3.2 La posición patrimonial

El aumento de la deuda y el descenso de la rentabilidad pueden traducirse en un deterioro de la posición patrimonial de algunas empresas. Para aproximar esta posición, en esta sección se utilizan tres indicadores: uno analiza el nivel de fondos propios, y los otros dos, el endeudamiento. El primero explora la proporción de empresas que presentan un patrimonio neto negativo. Aunque esta situación —que es resultado principalmente de la acumulación de pérdidas durante un período prolongado— no implica de forma automática la quiebra de una empresa, sí supone un elemento importante de vulnerabilidad, porque eleva la probabilidad de que este evento ocurra en el futuro. En cuanto a los indicadores de endeudamiento, el primero de ellos, que se calcula como la ratio entre la deuda financiera neta (deuda financiera menos activos líquidos) y la suma de esta y el patrimonio neto, refleja la estructura de los pasivos de las empresas. El segundo, que se calcula como la ratio entre la deuda financiera neta y los resultados corrientes (resultado económico bruto más ingresos financieros), aproxima la capacidad de devolución de la deuda financiera con los recursos generados en el ejercicio.

La información de la CBT para 2020 evidencia un deterioro de la posición financiera de las empresas de esta muestra, atribuible en mayor medida al descenso de los beneficios, ya que el aumento de deuda neta habría sido moderado. Según los datos disponibles en esta encuesta, la proporción de compañías con patrimonio neto negativo aumentó en 2020, pasando de un 3 % a un 4 %, debido fundamentalmente a las pérdidas generadas a lo largo del año. En cuanto a los indicadores de endeudamiento, la información de la CBT evidencia que la distribución de empresas según el peso de la deuda neta en los balances corporativos no presentó cambios muy significativos en 2020, lo que refleja que los incrementos de la deuda neta fueron relativamente moderados en la mayoría de las empresas de esta muestra. Como se ha comentado en la sección anterior, ello estaría en parte vinculado con el hecho de que una proporción del aumento de la deuda bruta se habría destinado a acumular colchones de liquidez. En cambio, la distribución de las empresas según la ratio de deuda neta sobre los resultados corrientes señala un deterioro más acusado. Estos resultados apuntan, por tanto, a que la mayor presión financiera experimentada por las empresas de esta muestra como consecuencia de la crisis del COVID-19 se debería en mayor medida a la caída de los beneficios empresariales que al aumento del volumen de deuda neta, que habría sido moderado para el conjunto del sector¹².

12 Véase [Menéndez y Mulino \(2021b\)](#).

Los ejercicios de microsimulación realizados por el Banco de España muestran un deterioro más marcado de la posición patrimonial para el conjunto del sector empresarial¹³. Así, la proporción de empresas con patrimonio neto negativo habría aumentado en más de 9 pp en 2020 (véase gráfico 3.7.1.1). Por otra parte, el porcentaje de las que presentan una estructura de financiación más vulnerable, entendidas como aquellas en las que la ratio de deuda neta sobre el balance se sitúa por encima del 75 %, se habría incrementado 7 pp el pasado año. Y la proporción de compañías para las que la ratio entre la deuda neta y los resultados corrientes es superior a 10 o tienen excedentes negativos habría crecido 15 pp (véanse gráficos 3.7.1.1 y 3.7.1.2).

El aumento del grado de vulnerabilidad habría alcanzado a todos los tamaños de empresa y sectores de actividad, pero sería algo más intenso en el segmento de las compañías de menor dimensión y, sobre todo, en las ramas más afectadas por la crisis. Los ejercicios de microsimulación evidencian que el aumento, en 2020, del porcentaje de empresas con patrimonio neto negativo y con niveles elevados de endeudamiento habría sido algo superior en las pymes que en el segmento de grandes. Por sectores, los que habrían mostrado un mayor deterioro en los tres indicadores analizados serían los considerados muy afectados por la crisis (véanse gráficos 3.7.1 y 3.7.2). También es destacable que, en las ramas más afectadas por la crisis, la proporción de empresas más vulnerables, de acuerdo con estos indicadores, partía antes de la crisis de niveles más elevados que los del resto de los sectores.

La evolución prevista para los próximos años asociada al último escenario macroeconómico central del Banco de España, de marzo de 2021, evidencia una progresiva estabilización de los indicadores relacionados con la estructura de los balances, mientras que la ratio de deuda sobre excedentes retornaría gradualmente a niveles similares a los previos a la crisis. Los ejercicios de simulación anticipan que la proporción de empresas con patrimonio neto negativo y la de aquellas cuyo peso de la deuda en el balance es superior al 75 % se elevarían moderadamente en 2021, y se mantendrían prácticamente estables en los dos años siguientes. En cambio, la recuperación de la actividad permitiría que, a partir de 2021, se fuera reduciendo significativamente la proporción de compañías con valores de la ratio de deuda neta sobre los resultados corrientes superiores a 10 o con excedentes negativos. De este modo, en 2023 se alcanzarían unos porcentajes de empresas vulnerables, de acuerdo con este último indicador, próximos, aunque aún algo superiores, a los anteriores a la pandemia, excepto en el caso de los sectores muy afectados por la crisis, en los que estos seguirían siendo claramente más elevados.

¹³ Véase nota a pie de página 10.

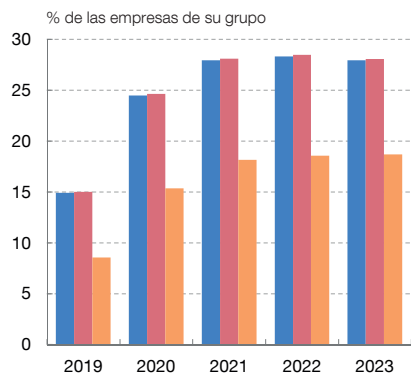
Gráfico 3.7

EN 2020 SE HA DETERIORADO LA POSICIÓN FINANCIERA DE ALGUNAS EMPRESAS COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS DEL COVID-19. A PARTIR DE 2021 SE PREVÉ UNA MEJORA GRADUAL

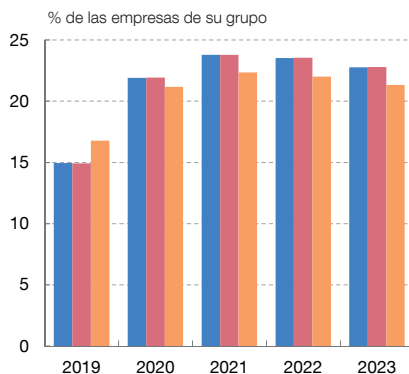
El deterioro de la posición financiera de las empresas habría sido más intenso en las pymes y en los sectores más afectados por la crisis. A partir de 2021 se espera un descenso gradual de la proporción de empresas vulnerables, en línea con la recuperación económica que se anticipa.

1 DESGLOSE POR TAMAÑO (a) (c)

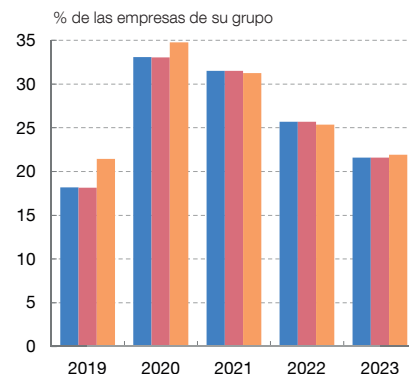
1.1 EMPRESAS CON PATRIMONIO NETO NEGATIVO



1.2 EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (DEUDA FINANCIERA NETA + PATRIMONIO NETO) (d)



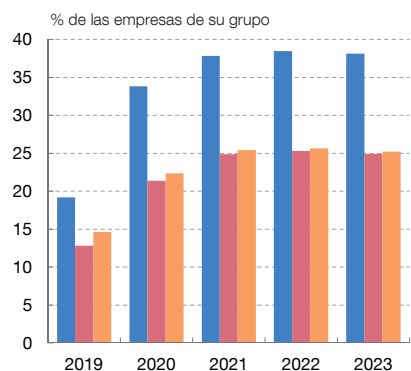
1.3 EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (d)



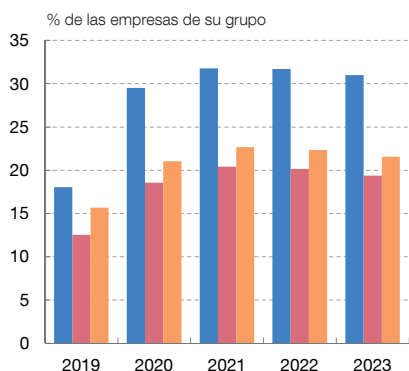
■ TOTAL ■ PYMES ■ GRANDES

2 DESGLOSE SECTORIAL (b) (c)

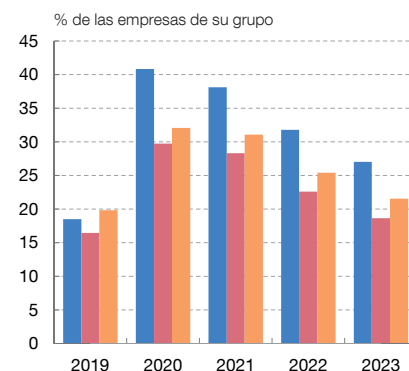
2.1 EMPRESAS CON PATRIMONIO NETO NEGATIVO



2.2 EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (DEUDA FINANCIERA NETA + PATRIMONIO NETO) (d)



2.3 EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (d)



■ SECTORES MUY AFECTADOS ■ SECTORES MODERADAMENTE AFECTADOS ■ SECTORES POCO AFECTADOS

FUENTE: Banco de España.

- a El total excluye *holdings*, sector de servicios financieros, promoción inmobiliaria y compraventa de inmuebles por cuenta propia. La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- b Se definen como sectores más afectados aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.
- c Resultados obtenidos a partir de simulaciones consistentes con la evolución económica prevista por el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España en marzo de 2021. Los resultados que se muestran en estos paneles corresponden a la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- d La deuda financiera neta se define como los recursos ajenos con coste menos los activos líquidos y las inversiones financieras a corto plazo. Se definen como empresas más vulnerables aquellas en que la ratio Deuda financiera neta / (Deuda financiera neta + Patrimonio neto) es mayor de 0,75 o en que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor de 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.



3.3 Los riesgos sobre la viabilidad y la solvencia empresarial

El fuerte retroceso de la rentabilidad de las empresas en 2020 y la lenta recuperación posterior, junto con el aumento del endeudamiento, podrían generar daños persistentes sobre la situación financiera de algunas empresas.

Para aproximar estos efectos se utilizan dos indicadores, que miden, respectivamente, los riesgos de que las empresas, como consecuencia de la crisis, dejen de ser viables y de que presenten problemas de solvencia (empresas sobreendeudadas). Las que presentan riesgo de ser inviables se definen como aquellas que acumularían pérdidas de forma continuada entre 2020 y 2023. Por su parte, las compañías sobreendeudadas viables son aquellas con rentabilidad positiva en 2023 pero que tendrían dificultades para devolver su deuda con los flujos de caja futuros esperados. Se considera que se da esta última circunstancia cuando la ratio entre la deuda neta estimada para 2022 y los resultados corrientes de 2023 supera un determinado umbral¹⁴. Es importante notar que la existencia de estos riesgos no implica necesariamente un deterioro significativo en la capacidad de reembolso de los préstamos bancarios a corto plazo. Por una parte, porque, en muchos casos, una parte importante del endeudamiento de las empresas que presentan estos riesgos no tiene su origen en este tipo de deuda. Por otra parte, este análisis no tiene en cuenta la estructura de vencimientos de la deuda, que es un determinante importante del patrón temporal de los posibles impagos¹⁵.

De acuerdo con las microsimulaciones realizadas por el Banco de España¹⁶, como consecuencia de la crisis del COVID-19, la proporción de empresas con riesgo de ser inviables aumentaría de forma moderada. Concretamente, se elevaría, en comparación con un escenario contrafactual de ausencia de pandemia, entre 2 pp y 3 pp, dependiendo de si se considera el escenario macroeconómico central o un escenario más adverso¹⁷ (véase gráfico 3.8.1). El peso en el empleo del sector de sociedades no financieras de las empresas que pasarían a estar en esta situación se situaría entre el 2,7 % y el 3,7 %, mientras que, en términos de deuda bruta total¹⁸, los pesos correspondientes serían más bajos (del 0,6 % y del 1 %,

14 La deuda neta se define como los pasivos ajenos (con coste y sin coste) menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes, las inversiones financieras a corto plazo, las existencias y la deuda pendiente de cobro.

15 En particular, la probabilidad de que se produzcan impagos será más elevada cuanto mayor sea el peso de la deuda que vence a corto plazo.

16 Se simula a partir de la información de la CBI para 2019 y de la Agencia Tributaria para 2020, así como de los cambios asociados con la evolución económica prevista de acuerdo con dos escenarios (central y severo) incluidos en las proyecciones macroeconómicas publicadas en marzo de 2021 por el Banco de España, y elevando los resultados obtenidos al total del sector empresarial. Se presenta la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa. Para 2023 se supone que las empresas recuperan un nivel de ventas compatible con la evolución esperada del VAB sectorial en términos nominales entre 2019 y 2023. Entre 2021 y 2023, las ventas se interpolan entre sus niveles de 2020 y 2023 de acuerdo con el crecimiento del VAB sectorial. Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase Blanco *et al.* (2021).

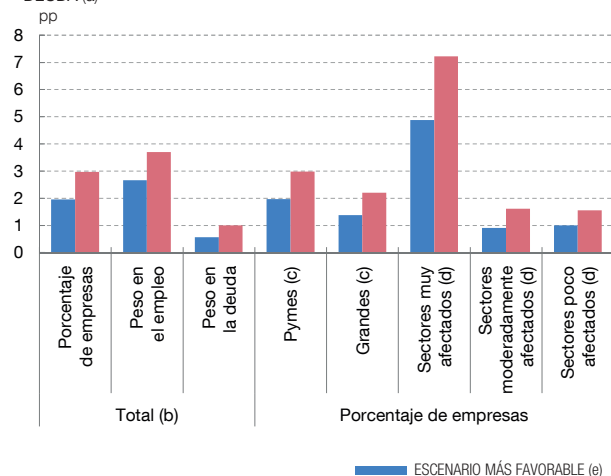
17 El escenario más adverso se corresponde con el escenario severo de las proyecciones del Banco de España de marzo de 2021.

18 Incluye deuda con coste y sin coste.

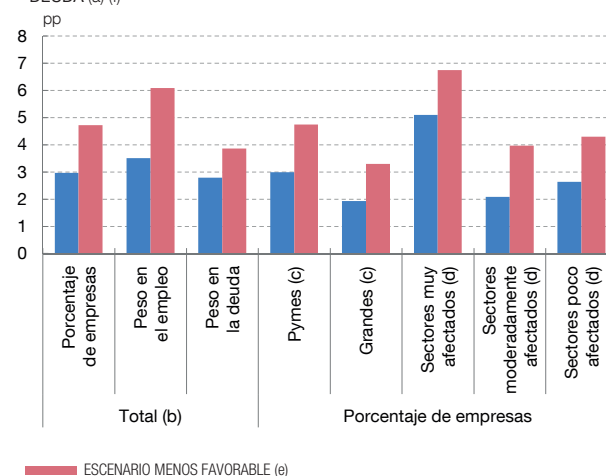
LA CRISIS DEL COVID-19 HA ELEVADO LA PROPORCIÓN DE EMPRESAS CON RIESGOS DE INVIABILIDAD E INSOLVENCIA

El deterioro de la posición financiera de las empresas, junto con el descenso de los flujos de caja futuros esperados, ha provocado que aumenten tanto la proporción de empresas con riesgo de ser inviables como la de aquellas con problemas de sobreendeudamiento pero viables. La deuda no sostenible de las empresas que habrían pasado a estar en esta última situación como consecuencia de la crisis oscilaría en torno a los 9 mm de euros en el escenario más favorable y a los 19 mm de euros bajo un escenario menos favorable.

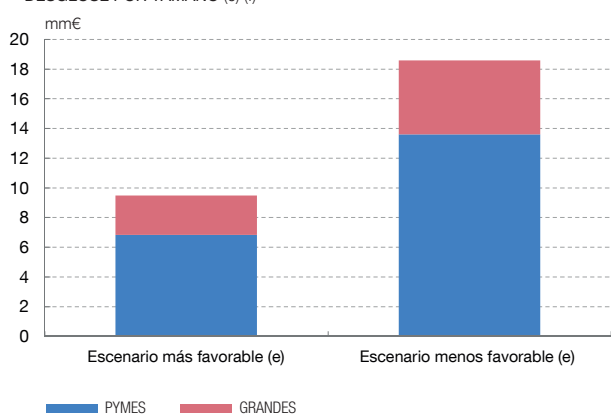
1 AUMENTO, POR LA CRISIS DEL COVID-19, DEL PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RIESGO DE SER INVIABLES Y DE SU PESO EN EL EMPLEO Y EN LA DEUDA (a)



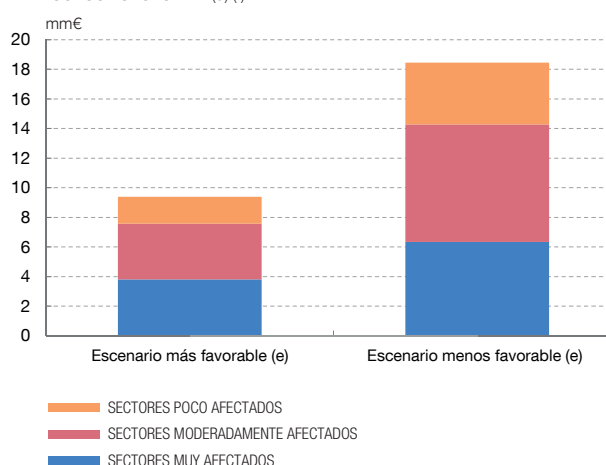
2 AUMENTO, POR LA CRISIS DEL COVID-19, DEL PORCENTAJE DE EMPRESAS SOBREENDEUDADAS Y VIABLES, Y DE SU PESO EN EL EMPLEO Y EN LA DEUDA (a) (f)



3 DEUDA NO SOSTENIBLE DE LAS EMPRESAS QUE PASARÍAN A ESTAR SOBREENDEUDADAS, PERO QUE SEGUIRÍAN SIENDO VIABLES. DESGLOSE POR TAMAÑO (c) (f)



4 DEUDA NO SOSTENIBLE DE LAS EMPRESAS QUE PASARÍAN A ESTAR SOBREENDEUDADAS, PERO QUE SEGUIRÍAN SIENDO VIABLES. DESGLOSE SECTORIAL (c) (f)



FUENTE: Banco de España.

- Variaciones, con respecto a un escenario contrafactual, de la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa. El escenario contrafactual es consistente con las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de diciembre de 2019. Se definen como empresas con riesgo de ser inviables aquellas con resultados corrientes (resultado económico bruto más ingresos financieros) negativos en 2023.
- Excluye *holdings* y empresas del sector de servicios financieros, promoción inmobiliaria y compraventa de inmuebles por cuenta propia.
- La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.
- Escenarios consistentes con los escenarios macroeconómicos central (en el caso del más favorable) y severo (en el caso del menos favorable) de las proyecciones del Banco de España de marzo de 2021. Los resultados que se muestran corresponden a la mediana de cien microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- Se definen como empresas sobreendeudadas aquellas con deuda neta positiva en el ejercicio 2022 y cuya ratio de endeudamiento, calculada como Deuda total neta en 2022 / Resultados corrientes en 2023, se sitúa por encima de 12 en el caso del escenario más favorable o por encima de 9 en el caso del escenario menos favorable. La deuda neta se define como los pasivos ajenos (con coste y sin coste) menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes, las inversiones financieras a corto plazo, las existencias y la deuda pendiente de cobro.



según el escenario considerado). En todo caso, hay que tener en cuenta que en estas estimaciones no se han considerado los posibles cambios estructurales en la demanda asociados a la crisis, por lo que podrían subestimar en cierto modo los riesgos relacionados con la viabilidad del negocio de algunas empresas.

Se observa una elevada heterogeneidad por tamaños y sectores en la incidencia de empresas con riesgos de ser inviables. El incremento del porcentaje de empresas en esta situación derivado de la crisis sería más elevado entre las pymes que entre las compañías grandes. Por sectores, el aumento de dicho porcentaje se manifestaría de forma mucho más acusada en las ramas muy afectadas por la crisis, en las que crecería entre 4,9 pp y 7,2 pp.

El mayor endeudamiento y la caída de los flujos de caja futuros esperados también elevarían la proporción de empresas sobreendeudadas pero viables. Concretamente, se estima que el porcentaje de empresas en esta situación se elevaría 3 pp, en comparación con una situación en ausencia de pandemia, bajo el escenario más favorable (escenario macroeconómico central y suponiendo que el umbral que determina la situación de sobreendeudamiento, a partir de la ratio entre la deuda neta estimada para 2022 y los resultados corrientes de 2023, es de 12 veces)¹⁹. Bajo el escenario macroeconómico adverso y un umbral de deuda más reducido (9 veces, escenario menos favorable, en adelante)²⁰, el incremento sería de 4,7 pp (véase gráfico 3.8.2)²¹. En conjunto, las empresas que pasarían a estar sobreendeudadas absorben entre el 3,5 % y el 6,1 % del empleo, y entre el 2,8 % y el 3,9 % de la deuda bruta del sector corporativo, según el escenario considerado. En el grupo que incluye los sectores muy afectados por la crisis, el porcentaje de empresas sobreendeudadas pero viables aumentaría entre 5,1 pp y 6,7 pp, mientras que el incremento en el resto de los sectores (moderadamente o poco afectados por la crisis) sería sensiblemente inferior. Al igual que en el caso de las estimaciones anteriores sobre el aumento de empresas con riesgo de ser inviables, estas cifras no recogen los posibles efectos de la crisis sobre el deterioro de la solvencia del sector corporativo asociados a la posible existencia de cambios estructurales en la demanda. No obstante, hay que tener en cuenta que, en este caso, el supuesto implícito de que las empresas cubren sus necesidades de financiación durante los próximos ejercicios exclusivamente con deuda inclinaría los resultados en la dirección contraria²².

19 Este umbral se ha calibrado suponiendo que las compañías pueden refinanciar sus deudas con un préstamo a 15 años al tipo de interés de mercado. Bajo estas condiciones, una empresa cuya deuda neta sea más de 12 veces sus resultados corrientes tendría que dedicar a la cuota anual de ese préstamo un importe superior a sus resultados corrientes. Se considera el mismo umbral para los distintos tamaños de empresa, dado que el plazo medio de los préstamos reestructurados no presenta diferencias estadísticamente significativas según el tamaño de los prestatarios.

20 Este umbral se ha calibrado suponiendo que las compañías pueden refinanciar sus deudas con un préstamo a diez años al tipo de interés de mercado.

21 Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase Blanco *et al.* (2021).

22 En efecto, si las empresas cubrieran sus necesidades de liquidez mediante recursos propios, su solvencia no se vería deteriorada.

La deuda no sostenible de las empresas que pasarían a estar sobreendeudadas como consecuencia de la crisis del COVID-19, pero que seguirían siendo viables, se situaría entre los 9 mm y los 19 mm de euros, según el escenario considerado, de los cuales la mayor parte procedería de las pymes (véase gráfico 3.8.3). En los ejercicios de simulación se aproxima la deuda no sostenible²³ de cada empresa como el exceso de deuda por encima del umbral que determina su sobreendeudamiento. Es decir, esta medida indica cuánto debería reducirse la deuda de estas empresas para evitar entrar en una situación teórica de insolvencia. La proporción de esta deuda no sostenible procedente de las pymes se situaría alrededor del 73 % en los dos escenarios considerados.

Esta deuda no sostenible estaría concentrada principalmente en los sectores muy afectados por la crisis, si bien el resto de las ramas acumularían también un importe significativo. En los sectores muy afectados por la crisis, la deuda no sostenible generada por la crisis pandémica oscilaría entre los 4 mm y los 6 mm de euros, dependiendo del escenario considerado, lo que representa entre un 40 % y un 34 %, respectivamente, del incremento total de esta deuda para el conjunto del sector empresarial (véase gráfico 3.8.3). Ello supondría que el resto de las ramas de actividad (moderadamente o poco afectadas) acumularían, en conjunto, un importe también significativo de la deuda no sostenible.

Si se añaden los empresarios individuales, la deuda no sostenible se situaría, aproximadamente, entre los 10 mm y los 20 mm de euros. El peso relativo de los empresarios individuales y de las pymes en la deuda no sostenible de aquellos agentes que habrían pasado a presentar una situación de sobreendeudamiento como consecuencia de la crisis del COVID-19, pero que seguirían siendo viables, se situaría cerca del 75 % en los dos escenarios considerados²⁴.

4 Implicaciones económicas asociadas a la vulnerabilidad financiera de las empresas y el papel de las políticas económicas

4.1 Implicaciones económicas

El aumento de la vulnerabilidad financiera de las empresas generado como consecuencia de la crisis del COVID-19 puede tener algunas implicaciones negativas para las perspectivas de crecimiento económico a través de distintos canales (véase esquema 3.1). La evidencia empírica muestra que el elevado

23 Incluye todo tipo de deudas, tanto financieras como no financieras (créditos comerciales, deudas con asalariados, AAPP, etc.). En 2019, el peso de los préstamos bancarios, en el total de la deuda de las empresas que pasarían a estar sobreendeudadas pero que seguirían siendo viables, se situó en torno al 30 %.

24 La estimación de la deuda no sostenible de los empresarios individuales se obtiene extrapolando los resultados de las empresas sin trabajadores. Concretamente, para cada sector se calcula el incremento de la deuda no sostenible y se multiplica por la ratio entre el número de empresarios individuales en ese sector y el número de empresas sin trabajadores.

endeudamiento corporativo está asociado a un menor dinamismo de las decisiones de inversión y contratación de personal de las empresas, incluso en aquellos casos en los que estas no tengan problemas de solvencia. Es lo que en la literatura se conoce como el «problema del exceso de endeudamiento» o *debt overhang*²⁵. Este menor dinamismo puede deberse a que, en una empresa con un volumen de deuda alto, una parte importante de los beneficios de los nuevos proyectos rentables se dirigiría a pagar a los antiguos acreedores, y no a recompensar a los accionistas, lo que puede reducir la propensión a emprender nuevos proyectos de inversión. Adicionalmente, las condiciones de financiación de las empresas más endeudadas tienden a ser más restrictivas, lo que dificulta y encarece el acceso a fondos con los que financiar la expansión de sus actividades. Por lo tanto, si un alto nivel de endeudamiento empresarial se extendiese a una proporción significativa de compañías, ello tendería a reducir el crecimiento de la inversión, de la productividad agregada y del PIB²⁶.

En el caso de las empresas con problemas de solvencia pero viables, existen diversos factores que pueden llevar a su liquidación ineficiente, con potenciales implicaciones macroeconómicas negativas. Las empresas en esta situación se caracterizan por tener dificultades para devolver su deuda con los flujos de caja esperados a largo plazo, pero también por tener un valor de continuación superior a su valor de liquidación, de forma que su eventual liquidación sería una solución subóptima desde el punto de vista de la eficiencia económica. Por tanto, estas compañías podrían seguir operando si consiguen revertir su situación de insolvencia. Sin embargo, la existencia de ciertas fricciones puede llevar a su liquidación ineficiente. Un primer factor que genera este resultado, especialmente en las renegociaciones privadas de deuda²⁷, es el llamado *holdout problem*, que se da en el caso de empresas con un número elevado de acreedores, y en el que cada acreedor individual no tiene incentivos para aceptar quitas en su parte de la deuda, bajo la premisa de que, si las acepta, reduce el incentivo del resto de los acreedores a hacer lo mismo. Si cada acreedor actúa de la misma manera, el resultado de equilibrio termina siendo la liquidación de la empresa, aunque esta sea viable, debido a la falta de coordinación entre los acreedores. También pueden producirse liquidaciones ineficientes en empresas, generalmente grandes, cuyo valor social es mayor que su valor privado, debido al elevado número de puestos de trabajo que generan o a sus múltiples relaciones con proveedores y clientes²⁸. En este caso, su liquidación generaría una externalidad negativa para la economía en su conjunto. Dado que los acreedores privados no internalizan este efecto y que los sistemas de insolvencias tradicionales están diseñados para perturbaciones idiosincrásicas, no sistémicas, el resultado sería un volumen

25 Myers (1977).

26 Véanse también Philippon (2010), Kalemli-Ozcan, Laeven y Moreno (2019) y Blickle y Santos (2020).

27 En las negociaciones privadas de deuda se necesita el consenso de todos los acreedores, mientras que en los procedimientos concursales basta con que una mayoría cualificada vote a favor de la reestructuración.

28 Para más detalles, véase Blanchard, Philippon y Pisani-Ferry (2020).

socialmente ineficiente de liquidaciones empresariales²⁹. Ello vendría acompañado de una destrucción de empleo y de tejido productivo, con implicaciones negativas para el crecimiento económico a corto y a medio plazo.

El potencial impacto de la liquidación ineficiente de empresas que, como consecuencia de la crisis del COVID-19, pasarían a presentar problemas de solvencia, pero seguirían siendo viables, podría ser significativo. Según los resultados basados en un modelo macroeconómico que simula un escenario hipotético extremo en el que llegarían a desaparecer todas las empresas a las que la crisis ha convertido en sobreendeudadas (pero que seguirían siendo viables), la pérdida máxima de PIB resultante, que se alcanzaría un año después de la perturbación, se situaría entre el 0,8 % y el 1,3 %, en función de la gravedad del escenario considerado (véase recuadro 3.1). Hay que tener en cuenta que estas estimaciones podrían subestimar el efecto final, en la medida en que no se han recogido algunos canales que podrían ser relevantes, como, por ejemplo, los efectos asociados a quiebras en cadena como consecuencia de las relaciones comerciales y financieras entre empresas. Si, adicionalmente, se añaden los efectos de la liquidación de las empresas que dejarían de ser viables como consecuencia de la crisis, el impacto total sobre el PIB, que se alcanzaría también un año después de la perturbación, se elevaría a un rango de entre el 1,4 % y el 2,1 %. En todo caso, como se comenta en el párrafo siguiente, una salida ágil y eficiente del mercado de las empresas inviables puede tener efectos beneficiosos sobre el crecimiento a largo plazo.

De hecho, la supervivencia prolongada de empresas inviables también puede tener implicaciones negativas sobre el crecimiento económico a medio y a largo plazo. Esta circunstancia se produce cuando ciertas empresas, a pesar de que su valor de liquidación excede su valor de negocio y, por tanto, sería eficiente liquidarlas, sobreviven gracias al apoyo de otros agentes, como sus acreedores o las AAPP. Según la literatura económica, la supervivencia de estas compañías, denominadas comúnmente «zombis», tiene efectos negativos en la inversión y en el empleo de las empresas viables, y supone un obstáculo a la entrada de nuevas compañías más rentables. Ello redundaría en una asignación ineficiente de los recursos, que genera una menor productividad agregada de la economía y un menor crecimiento económico a medio y a largo plazo³⁰.

29 Otra circunstancia que puede llevar a liquidaciones ineficientes ocurre cuando los acreedores tienen un alto poder de decisión en los procedimientos de insolvencia y la incertidumbre sobre el valor futuro de la empresa es elevada. El problema reside en que la estructura de pagos de los acreedores en función del valor de la empresa implica que lo que estos pueden recibir por parte de la empresa concursada se limita al valor de la deuda en su poder. Por lo tanto, los acreedores soportan todo el riesgo a la baja en el valor de la empresa, pero no disfrutan del riesgo al alza, lo que les lleva a estar sesgados a la liquidación. Véase *Aghion, Hart y Moore (1992)*. No obstante, la Ley Concursal española no es claramente proacreadora.

30 Véanse *Caballero, Hoshi y Kashyap (2008)*; *McGowan, Andrews y Millot (2017 y 2018)*; *Acharya, Eisert, Eufinger y Hirsch (2019)*, y *Acharya, Crosignani, Eisert y Eufinger (2020)*. De acuerdo con la evidencia empírica disponible para el caso español [véase *González et al. (2021)*], una mayor incidencia, dentro de un sector, de empresas vulnerables financieramente y que además presentan un estancamiento persistente en su inversión y volumen

Por último, si los problemas de solvencia empresarial llegaran a afectar a una proporción destacada del sector corporativo, ello podría impactar sobre el capital de sus bancos acreedores, lo que eventualmente podría limitar su capacidad de intermediación financiera, con implicaciones macroeconómicas adversas. En efecto, la materialización de pérdidas en las carteras crediticias de los bancos podría erosionar su nivel de capital y, si este se situara por debajo de los requerimientos mínimos legales o de los exigidos por el mercado, limitar la concesión de crédito nuevo, con el consiguiente efecto adverso sobre las decisiones de gasto del sector privado³¹.

4.2 El papel de las políticas económicas

La solución óptima a los problemas ligados al endeudamiento y a la viabilidad de las empresas depende de la situación de la empresa afectada. En el caso de las compañías inviables, debería favorecerse una salida ágil, ordenada y eficiente del mercado. En cambio, en el caso de las empresas sobreendeudadas pero viables, la solución óptima sería el restablecimiento de su situación patrimonial a través, por ejemplo, de su recapitalización o de la reestructuración de su deuda (quitas o conversión de deuda en acciones o en instrumentos híbridos).

Aunque ciertos mecanismos privados permiten aplicar estas soluciones, en algunos casos la existencia de fricciones o ineficiencias justificaría la intervención de las autoridades económicas. Por ejemplo, en un entorno de elevada incertidumbre, los inversores privados podrían ser reticentes a invertir en el capital de las empresas, en la medida en que es difícil valorar las perspectivas de negocio de ciertos sectores productivos. Este fenómeno se acentúa en el caso de las empresas de menor dimensión, dada la mayor dificultad para recabar información sobre su situación³². Para hacer frente a estas dificultades, especialmente relevantes en un contexto de gran incertidumbre económica como el que caracteriza la crisis pandémica, el sector público podría invertir directamente en las empresas afectadas, ya sea en solitario o en colaboración con el sector privado, en este último caso, posiblemente, introduciendo incentivos a la participación de dicho sector. Asimismo, cabe la posibilidad de incentivar la reestructuración de la deuda de estas empresas a través de distintas vías, así como el reforzamiento de su situación patrimonial mediante la concesión de ayudas directas.

En todo caso, estas posibles actuaciones públicas se enfrentan a importantes retos de implementación. Por una parte, no resulta fácil identificar las empresas que están en una situación de vulnerabilidad financiera elevada y que, al mismo

de negocio genera una caída tanto del empleo como de la productividad agregada a medio plazo. Por lo tanto, la supervivencia de estas empresas puede entorpecer el proceso de reasignación de recursos hacia otras compañías con un mayor potencial de crecimiento y creación de empleo, lo que redundaría en costes macroeconómicos no desdeñables.

31 Véase Brunnermeier y Krishnamurthy (2020).

32 Véase Berger, Klapper y Udell (2001).

tiempo, siguen siendo viables, que son las que deberían ser objeto de apoyo público, especialmente en un contexto como el actual, de alta incertidumbre sobre los posibles efectos estructurales de la crisis en los cambios sobre los patrones de demanda. Por otra parte, la dificultad de esta tarea se acrecienta en el caso de las pequeñas empresas y de los empresarios individuales, que representan una parte destacada del tejido productivo español y que se han visto comparativamente más golpeados por la crisis, debido a su elevado número y al menor grado de información normalmente disponible sobre su situación y perspectivas económicas y financieras. Por último, no siempre existen instrumentos disponibles en los que basar la canalización de los recursos públicos de forma eficiente hacia las empresas de reducida dimensión necesitadas de capital.

Con el objetivo de fortalecer los balances de las empresas con problemas de solvencia pero viables, el Gobierno español ha llevado a cabo diversas actuaciones durante la crisis actual. Concretamente, el pasado verano creó un fondo dotado con 10 mm de euros para recapitalizar empresas afectadas por la crisis del COVID-19 que se consideren estratégicas para el tejido productivo (véase recuadro 3.2). En marzo de este año, el Gobierno aprobó un paquete de medidas con una dotación de 11 mm de euros en torno a tres líneas principales de actuación: ayudas directas, recapitalización de empresas y reestructuración de deudas; la primera de ellas absorbe el grueso de los recursos (7 mm de euros).

La eficacia final de estas medidas dependerá de su aplicación efectiva y de su capacidad de adaptación, en cuanto a tamaño y diseño, a la evolución del impacto de la pandemia sobre la situación económica y financiera de las empresas. De acuerdo con las estimaciones presentadas en el epígrafe 3.3, el tamaño global del programa aprobado el pasado mes de marzo (11 mm de euros) permitiría cubrir las necesidades de saneamiento de las empresas y de los empresarios individuales que, aun siendo viables, hubieran acumulado niveles no sostenibles de deuda como consecuencia de la crisis, en el escenario más favorable de los considerados en las microsimulaciones anteriores. Por consiguiente, si se llegaran a materializar escenarios menos favorables, podría ser oportuno reforzar la capacidad del programa.

El programa de ayudas directas aprobado por el Gobierno tiene por objetivo la mejora de la posición patrimonial de ciertas empresas viables cuya situación financiera se ha visto muy deteriorada como consecuencia de la crisis. Este es el caso, en particular, de las empresas de menor dimensión y de los empresarios individuales. Como se ha comentado, la canalización de recursos en forma de capital se enfrenta a dificultades que son especialmente relevantes en el caso de las empresas más pequeñas.

La asignación de las ayudas directas se basa en criterios simples, lo que puede facilitar su implementación en un contexto de cierta urgencia, si bien

este diseño podría reducir la eficacia en el cumplimiento de los objetivos que se persiguen. En la medida en que los requisitos para optar a las ayudas se basan en criterios de pertenencia a determinados sectores y de caída de la facturación, existe el riesgo de que estas no lleguen a todas las empresas (y empresarios individuales) que, siendo viables, se encuentren en una situación de exceso de endeudamiento. En efecto, los resultados de la sección anterior muestran que, incluso en los sectores que no se hallan entre los más afectados por la crisis, se produciría un aumento de los problemas de insolvencia, aunque menos generalizado; en buena medida, porque la situación de insolvencia analizada en los ejercicios anteriores no solo depende de la caída de la facturación, sino también de la posición de partida antes de la crisis en relación con los niveles de rentabilidad y de endeudamiento. En todo caso, la flexibilización del programa de ayudas en su aplicación por parte de las CCAA aprobada en abril podría mitigar este riesgo³³. Del mismo modo, no es descartable que se materialice el riesgo simétrico, esto es, que la aplicación mecánica de criterios de sector y de facturación reciente suponga la asignación de recursos del programa a empresas y a autónomos que pueden no hallarse en una situación clara de riesgo de insolvencia o endeudamiento insostenible.

Las medidas adoptadas hasta la fecha podrían complementarse con otras actuaciones de fomento de las recapitalizaciones privadas. Así, por ejemplo, podría valorarse la reducción o la eliminación del sesgo fiscal hacia la captación de recursos en forma de deuda en detrimento del capital, u otro tipo de incentivos fiscales. Dicho sesgo surge como consecuencia de que los intereses de la deuda se desgravan de la base del impuesto de sociedades, lo que desincentiva la emisión de acciones por parte de las empresas. Alternativamente, podría considerarse la introducción de incentivos a los inversores en estos instrumentos.

Otra área de actuación que parece prioritaria en el contexto actual de deterioro de la solvencia empresarial es la mejora de los mecanismos de reestructuración de deudas. Las reestructuraciones de deuda pueden llevarse a cabo mediante procedimientos formales de insolvencia (los concursos de acreedores) o procedimientos extrajudiciales, ya sean mecanismos preconcursales o renegociaciones privadas (véase recuadro 3.3). El previsible aumento en la congestión de los Juzgados de lo Mercantil, debido a un intenso flujo de solicitudes de concurso una vez expire la moratoria concursal (lo cual, en estos momentos, está previsto para finales de este año), sugiere la necesidad de fomentar los procedimientos extrajudiciales como vía alternativa. La razón fundamental es que los concursos de acreedores tienden a ser procesos largos y costosos, lo que reduce el valor de negocio de la empresa y la aboca a su liquidación. Por su parte, el éxito de las renegociaciones privadas se ve limitado por los problemas de acción colectiva que se han comentado anteriormente.

³³ Real Decreto-ley 6/2021, de 20 de abril, por el que se adoptan medidas complementarias de apoyo a empresas y autónomos afectados por la pandemia de COVID-19.

En las circunstancias actuales, sería conveniente fomentar los mecanismos preconcursales y revisar el papel de los acreedores públicos. Una ventaja de los mecanismos preconcursales respecto a soluciones puramente privadas es que la ejecución de garantías sobre activos de la empresa deudora queda paralizada durante el transcurso de las negociaciones entre los acreedores y la empresa, lo que evita su desmantelamiento. Tanto en estos procedimientos como en los concursos de acreedores, el papel del sector público puede ser crucial para incentivarlos, dado que el crédito público puede representar una parte importante de los pasivos de las empresas, sobre todo de las pequeñas³⁴. Asimismo, el sector público es un acreedor diversificado entre todos los contribuyentes, lo que, *a priori*, lo sitúa en mejor posición para asumir la pérdida derivada de una posible exoneración.

Adicionalmente, podría considerarse el diseño de mecanismos concursales específicos para sociedades de dimensión reducida. Para resultar exitosos, estos procedimientos deberían diseñarse de forma que fueran más ágiles y menos costosos que los concursos de empresas de mayor tamaño. En este ámbito cobran especial valor las soluciones estandarizadas y con alto grado de automatismo, con el objetivo de facilitar la reestructuración de la deuda de las empresas de dimensión reducida³⁵. Un elemento que puede favorecer tal automatismo es el hecho de que la estructura de capital de estas empresas suele ser más sencilla que la de las grandes, puesto que en general tienen menos acreedores.

5 El impacto de la vulnerabilidad financiera de los sectores productivos sobre las entidades de depósito

5.1 La exposición de las entidades de depósito a los sectores productivos

La exposición de los bancos a las actividades productivas se ha elevado desde el comienzo de la pandemia, y lo ha hecho con mayor intensidad en los segmentos de mayor riesgo. En 2020, el saldo de la cartera crediticia frente a las sociedades no financieras y a los empresarios individuales se elevó un 8,9%. El rápido acceso a la línea de avales del ICO en el segundo trimestre de 2020 compensó con creces la caída del *stock* de crédito (por amortizaciones y pases a fallidos) en ese período, mientras que, en el segundo semestre del año, su impacto fue mucho más limitado, debido a la ralentización del despliegue del programa, y se observa una reducción neta del *stock* de crédito a las actividades productivas (véase gráfico 3.9.1). En el conjunto del año, el

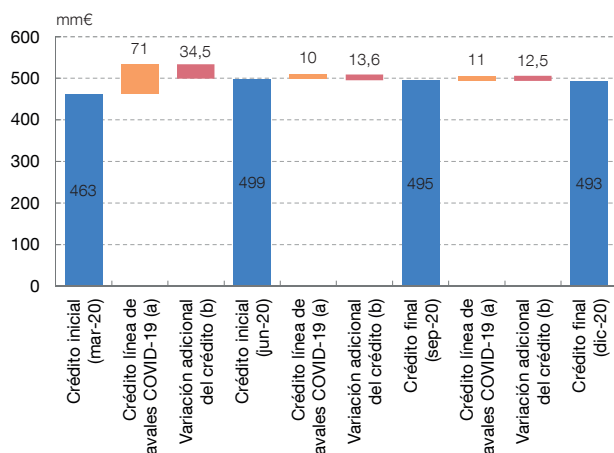
34 Tanto el Fondo Monetario Internacional (2013, 2014 y 2015) como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2018), en sus informes sobre la economía española, han venido recomendando que las deudas de derecho público (deudas tributarias, cotizaciones a la Seguridad Social) se puedan negociar en los mecanismos preconcursales y en los concursos de acreedores, y exonerar en los concursos de empresarios individuales y pequeñas empresas. Según dichos organismos, estas reformas mejorarían la eficiencia de los procedimientos de insolvencia en España.

35 Véase, por ejemplo, Skeel (2020).

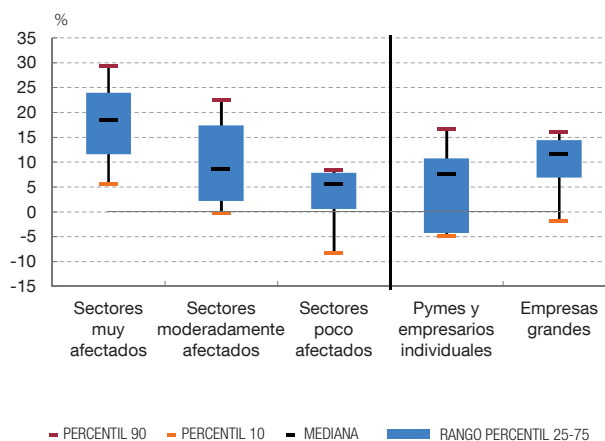
EL IMPACTO DE LA LÍNEA DE AVALES COVID-19 EN EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO EMPRESARIAL FUE MUY INTENSO EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2020, Y MÁS LIMITADO EN EL SEGUNDO, CON UN EFECTO HETEROGÉNEO POR SECTOR Y TAMAÑO DE EMPRESA

La puesta en marcha de la línea de avales del Estado a empresas y empresarios individuales aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020 ha estimulado el crecimiento en 2020 del stock del crédito bancario a este sector, especialmente en el trimestre posterior a su aprobación. Sin embargo, su impacto en el segundo semestre de 2020 ha sido muy limitado. En los sectores de actividad muy afectados por la pandemia se observó un crecimiento más elevado, con una heterogeneidad notable entre entidades. Sin embargo, es en el segmento de empresas moderadamente afectadas donde se observa la mayor dispersión entre entidades. Los avales ICO han apoyado significativamente la financiación a pymes, si bien se observó también una dispersión significativa entre entidades.

1 VARIACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES ENTRE MARZO Y DICIEMBRE DE 2020 (a) (b) ED Datos individuales. Negocios en España



2 VARIACIÓN DEL CRÉDITO EN 2020 POR SECTORES DE ACTIVIDAD Y TAMAÑO DE EMPRESA (c) (d) ED Datos individuales. Negocios en España



FUENTES: Instituto de Crédito Oficial y Banco de España.

- Línea de avales COVID-19 del Real Decreto-ley 8/2020, con límite de 100 mm de euros. El importe total del crédito concedido avalado hasta diciembre de 2020 asciende a 115 mm de euros, siendo el importe efectivamente dispuesto por sociedades no financieras y empresarios individuales de unos 92 mm de euros.
- La variación adicional del crédito a sociedades no financieras y empresarios individuales refleja la variación del stock de crédito no explicada por la implementación del programa de avales COVID-19, correspondiente a la diferencia neta de nuevas concesiones fuera del programa de avales y las amortizaciones y traspasos a fallidos.
- Se muestran las tasas de variación interanuales correspondientes a los percentiles 10, 50 y 90, y el rango intercuartílico para las entidades significativas.
- Los sectores muy afectados incluyen hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los sectores moderadamente afectados incluyen metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de las poco afectadas.



crecimiento fue más intenso en los sectores muy afectados por la pandemia, con un avance del 21,5 %, mientras que en las ramas moderadamente afectadas se incrementó un 12,7 %, y un 2,4 % en las menos afectadas³⁶. El saldo de crédito bancario concedido a las pymes y a los empresarios individuales se ha incrementado a un ritmo algo mayor (cerca del 10 %) que en el caso de las compañías de mayor tamaño (en torno al 8 %).

36 La disponibilidad de datos sobre las exposiciones bancarias no permite usar exactamente la misma clasificación por actividad económica que en las secciones previas, pero la aproximación es muy cercana. Los sectores muy afectados incluyen hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los sectores moderadamente afectados incluyen metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de las poco afectadas.

En todo caso, se observa que la dispersión entre entidades bancarias del crecimiento de crédito en los segmentos de más riesgo (sectores muy afectados por la pandemia y pymes) es relativamente elevada (véase gráfico 3.9.2)³⁷.

A finales de 2020, el peso de los préstamos concedidos a los sectores muy afectados por la pandemia sobre el total de la cartera de crédito bancario a la actividad empresarial era relativamente reducido (menos del 20 %), pero, si se añaden los sectores moderadamente afectados por la crisis sanitaria, la exposición supera el 50 % del total, cifra similar a la que representa la financiación total concedida a las pymes (véase gráfico 3.10.1). El porcentaje de exposiciones avaladas por el Estado a través de las líneas ICO sobre el volumen total de préstamos es más alto en el segmento de los sectores moderadamente afectados (26 %), en comparación con el resto de la cartera (del 18 % para los muy afectados y del 12 % para los poco afectados). No obstante, la mayor parte del crédito concedido a través de las líneas de avales del ICO ha ido dirigido a las empresas de los sectores poco o moderadamente afectados (41 % y 36 %, respectivamente). Por tamaño, el peso del crédito avalado por el Estado es superior en el segmento de empresas de menor tamaño. La dispersión entre entidades bancarias de la exposición a los sectores más afectados y de la proporción cubierta por los avales públicos es reducida, pero hay más variabilidad en el peso de la cartera que representan los préstamos a las pymes (véase gráfico 3.10.2).

5.2 Los efectos sobre los balances y los resultados bancarios en 2020

Los efectos negativos de la pandemia de COVID-19 sobre la actividad económica no se han traducido, hasta la fecha, en un aumento del volumen de préstamos dudosos en la financiación concedida al sector empresarial, pero sí en un repunte del importe de los préstamos en vigilancia especial. Esta situación se explica, al menos en parte, por las medidas de apoyo público, como los programas de avales y, en menor medida para este sector, por las moratorias de préstamos³⁸. Así, en el conjunto de 2020 el crédito dudoso procedente de la cartera de crédito concedido a las empresas no financieras y a los empresarios individuales descendió un 1,8 %, una caída que, en todo caso, fue mucho más moderada que la registrada en años previos (en 2019, el retroceso fue superior al 23 %). Por su parte,

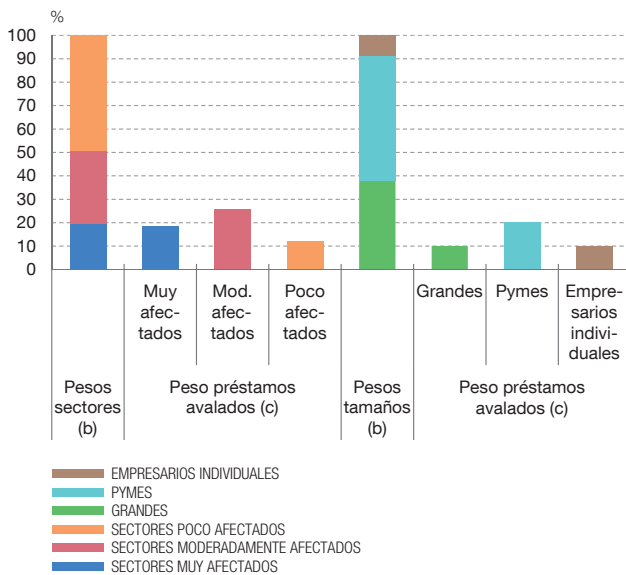
37 El gráfico 3.9.1 muestra que la mediana del crecimiento del crédito a pymes y empresarios individuales es inferior a la del crecimiento de grandes empresas. Esto no es óbice para que el crecimiento medio ponderado por volumen para el conjunto de entidades de depósito haya sido superior para el segmento de empresas de menor tamaño.

38 Las moratorias son suspensiones temporales de las obligaciones derivadas de los contratos de crédito que afectan mayoritariamente a personas físicas, pero también pueden alcanzar a empresas. Las características de las moratorias legales y de los prestatarios que pueden acogerse a ellas están contenidas en los reales decretos que las regulan: [Real Decreto-ley 8/2020](#), [Real Decreto-ley 11/2020](#), [Real Decreto-ley 26/2020](#) y [Real Decreto-ley 25/2020](#). Los acuerdos de moratoria entre las entidades prestamistas y sus clientes están también facilitados por los convenios promovidos por asociaciones de entidades (moratorias sectoriales) y previstos en el [Real Decreto-ley 19/2020](#).

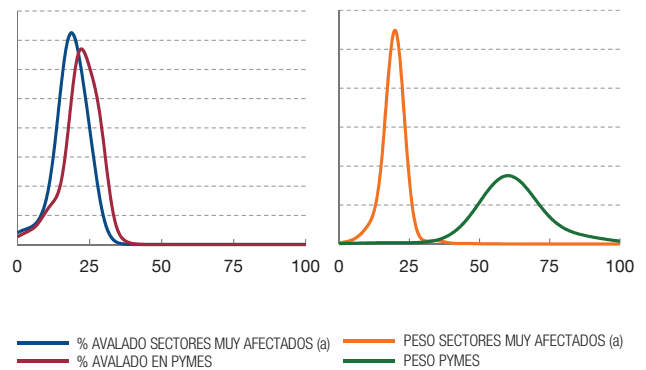
LA EXPOSICIÓN DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO A LOS SECTORES MUY AFECTADOS ES RELATIVAMENTE REDUCIDA, PERO ES ELEVADA RESPECTO A LOS SECTORES MODERADAMENTE AFECTADOS Y A LAS PYMES

La media (inferior al 20 %) y la dispersión entre entidades bancarias del peso sobre el crédito total empresarial de la exposición a los sectores muy afectados son reducidas, lo que limita los riesgos que suponen para el sector bancario. Sin embargo, los pesos del crédito a las empresas de los sectores moderadamente afectados (de más del 30 %) y a las pymes (superior, de media, al 50 %) son más elevados, y se observa mayor dispersión entre bancos para esta última categoría. El porcentaje de exposiciones avaladas sobre el volumen total de préstamos es comparativamente más elevado en los sectores muy afectados y moderadamente afectados, así como en el segmento de empresas de menor tamaño, con un patrón de reducida dispersión entre entidades bancarias.

1 PORCENTAJE AVALADO DEL CRÉDITO POR SECTORES Y TAMAÑO DE EMPRESAS, Y SUS PESOS RELATIVOS (a)
ED Datos individuales. Negocios en España. Diciembre de 2020



2 DISTRIBUCIÓN DEL PORCENTAJE DE CRÉDITO AVALADO EN SECTORES MUY AFECTADOS Y PYMES, Y SU PESO EN EL CONJUNTO DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (d)
ED Datos individuales. Negocios en España. Diciembre de 2020



FUENTES: Instituto de Crédito Oficial y Central de Información de Riesgos del Banco de España.

- a Los sectores muy afectados incluyen hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los sectores moderadamente afectados incluyen metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de las poco afectadas.
- b Peso del volumen de préstamos a cada sector de actividad clasificado por su sensibilidad a la pandemia y por tamaño de empresa, sobre el total de préstamos a sociedades no financieras y empresarios individuales.
- c Para cada segmento, por sensibilidad sectorial a la pandemia, y tamaño de empresa, el peso del saldo de crédito con aval ICO sobre el saldo total de préstamos de cada sector y tamaño de empresa.
- d Los gráficos muestran la función de densidad de las variables correspondientes ponderadas por el importe de crédito a sectores muy afectados y a pymes en el panel izquierdo, y por el importe total de crédito a la actividad empresarial en el panel derecho. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, lo que proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.



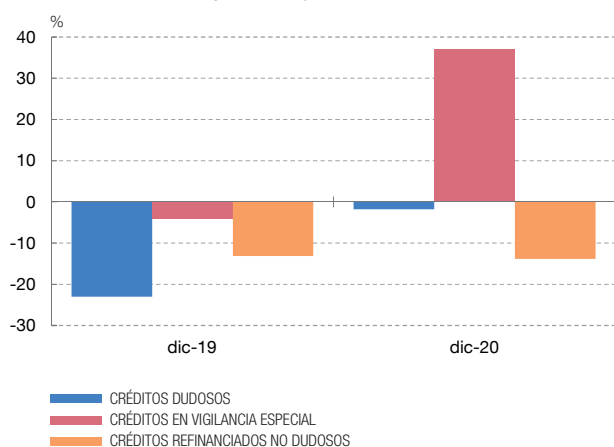
en 2020 el crédito refinanciado no dudoso se contrajo a una tasa interanual del 13,9 %, similar al retroceso del 13,2 % de 2019. Sin embargo, destaca el fuerte aumento observado en el crédito empresarial clasificado en vigilancia especial³⁹, con una tasa de crecimiento del 37 % en 2020, frente a una caída próxima al 4 % un año antes (véase gráfico 3.11.1). Los préstamos concedidos al sector empresarial en vigilancia especial alcanzaban así un importe de 48,6 mm de euros en diciembre de 2020, equivalente al 9,8 % de esta cartera.

39 Préstamos en los que el riesgo de crédito ha aumentado significativamente desde su reconocimiento inicial, pero sin un deterioro crediticio suficiente para su calificación como préstamos dudosos.

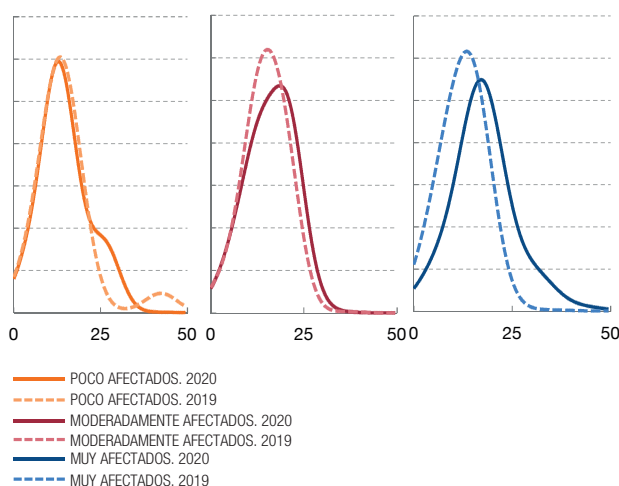
DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA NO HA AUMENTADO EL VOLUMEN DEL CRÉDITO EMPRESARIAL DUDOSO, PERO SÍ EL CRÉDITO EN VIGILANCIA ESPECIAL, Y SE OBSERVA HETEROGENEIDAD EN LA EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS PROBLEMÁTICOS TOTALES POR SECTOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

La caída del crédito empresarial dudoso observada en los últimos años se ha ralentizado durante 2020, mientras que se ha mantenido la tasa de reducción del crédito refinanciado no dudoso a sociedades no financieras. Por otra parte, desde el inicio de la pandemia de COVID-19 el crédito empresarial en vigilancia especial ha crecido con fuerza y ha registrado un crecimiento interanual cercano al 40 %. Por sectores de actividad, la proporción de activos problemáticos creció más en aquellos sectores muy afectados por la pandemia, en los que también se observa una mayor heterogeneidad por entidades. Por su parte, los sectores moderadamente afectados mostraron solo un ligero empeoramiento de la distribución de esta proporción, y en los poco afectados se llegó a observar una ligera mejora.

1 VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO PROBLEMÁTICO Y REFINANCIADO NO DUDOSO A LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL
ED Datos individuales. Negocios en España (a)



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS RATIOS DE ACTIVOS PROBLEMÁTICOS POR SECTORES DE ACTIVIDAD (b) (c)
ED Datos individuales. Negocios en España



FUENTE: Banco de España.

- Las categorías de operaciones crediticias en vigilancia especial y operaciones crediticias reestructuradas, refinanciadas o de refinanciación no son categorías excluyentes, en particular a partir de la entrada en vigor de la Circular 3/2020, de 11 de junio, del Banco de España, por la que se modifica la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.
- La ratio de activos problemáticos considera la proporción de exposiciones dudosas y en vigilancia especial sobre el total del crédito de las entidades de depósito en España a las empresas no financieras y empresarios individuales. La función de densidad de esta variable se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, lo que proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.
- Los sectores muy afectados incluyen hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los sectores moderadamente afectados incluyen metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de los poco afectados.



Los activos problemáticos (préstamos dudosos y en situación de vigilancia especial) han evolucionado de forma heterogénea por sectores de actividad.

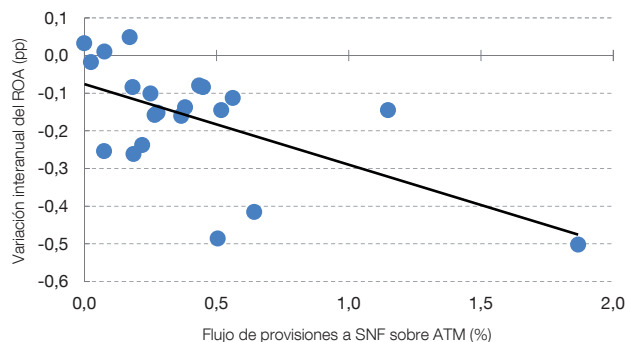
En los sectores muy afectados por la pandemia, la distribución por entidades del peso de estos activos en la cartera se ha desplazado hacia valores más elevados, al mismo tiempo que ha aumentado la dispersión entre entidades. En cambio, en el resto de los sectores, la distribución de esta métrica se ha mantenido relativamente estable (véase gráfico 3.11.2). Para el conjunto de entidades de depósito, la ratio de activos problemáticos ha ascendido 5,3 pp en los sectores más afectados, frente a incrementos de 1,3 pp en los sectores moderadamente afectados y una estabilidad en el resto de las ramas. Todo ello refleja la mayor percepción de riesgos de los

Gráfico 3.12

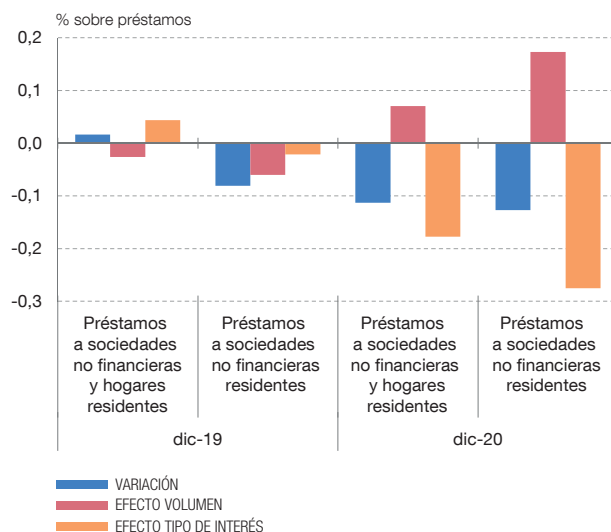
EN 2020 SE OBSERVA UNA CORRELACIÓN NEGATIVA ENTRE LAS DOTACIONES POR DETERIOROS DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LA RENTABILIDAD DEL NEGOCIO BANCARIO EN ESPAÑA, AL TIEMPO QUE LA REDUCCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS CONTRIBUYE A UNA MENOR GENERACIÓN DE INGRESOS EN ESTE SEGMENTO

Como consecuencia del potencial impacto de la crisis del COVID-19 en la calidad crediticia de los préstamos a sociedades no financieras, se han incrementado las provisiones, lo que aparece asociado a una menor rentabilidad bancaria en España en 2020. Los ingresos por intereses de préstamos a sociedades no financieras y a hogares se han reducido en el último año, y el sector empresarial ha experimentado mayores perturbaciones relativas de volumen (efecto positivo) y tipos de interés (efecto negativo). El aumento del volumen está claramente vinculado al despliegue de la línea de avales ICO aprobada por el Real Decreto-ley 8/2020, pero las condiciones más favorables de concesión por la moderación del riesgo de crédito también habrían contribuido al descenso de los tipos de interés de los préstamos empresariales.

1 FLUJO DE PROVISIONES A SNF SOBRE ATM Y VARIACIÓN DEL ROA EN 2020 (a)



2 VARIACIÓN ESTIMADA DE INGRESOS POR INTERESES DEL CRÉDITO ED Descomposición de los efectos (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Se incluyen las entidades de mayor tamaño (por activos totales medios en 2020) del sector, con la excepción de dos entidades que, por ajustes extraordinarios negativos de gran relevancia, han registrado una variación muy acusada del ROA en 2020.
- b La variación estimada de ingresos por intereses del crédito (Ingresos por intereses t – Ingresos por intereses t-1) se descompone en: 1) efecto volumen $[(Préstamos\ t - Préstamos\ t-1) \times (Ingresos\ por\ intereses\ t-1 / Préstamos\ t-1)]$, y 2) efecto tipo de interés $(Préstamos\ t-1 \times [(Ingresos\ por\ intereses\ t / Préstamos\ t) - (Ingresos\ por\ intereses\ t-1 / Préstamos\ t-1)])$. Cada uno de estos efectos está relativizado por el volumen de préstamos en (t-1).



bancos en las exposiciones a las empresas que operan en las actividades más golpeadas por la crisis.

A pesar de la estabilidad observada en la evolución de los préstamos dudosos, en España la rentabilidad bancaria se resintió en 2020, en buena parte como consecuencia del aumento de las dotaciones por deterioros en la cartera de préstamos a las actividades productivas. La rentabilidad sobre activos (ROA) agregada, según la información de los estados individuales en los negocios en España, ha caído cerca de 70 puntos básicos (pb), hasta situarse en terreno negativo (-0,12 %). El crecimiento de las dotaciones por deterioros en los préstamos a las actividades productivas en España habría contribuido en parte a esta evolución, como ilustra la correlación negativa entre esta partida y la variación del ROA en 2020 (véase gráfico 3.12.1).

La rentabilidad bancaria también se está viendo afectada por los menores ingresos provenientes de los intereses de los préstamos concedidos a las actividades productivas. Los ingresos del sector bancario por intereses provenientes de los préstamos a las empresas no financieras residentes se han reducido en 2020 (13 pb sobre el volumen de préstamos del año anterior). Esta evolución ha sido similar a la del conjunto de ingresos por intereses de la cartera del crédito concedido al sector privado no financiero, pero, en el caso de los préstamos a las empresas, las variaciones del volumen (efecto positivo de 17 pb) y de los tipos de interés medios (efecto negativo de -28 pb) han sido más marcadas y se han compensado parcialmente (véase gráfico 3.12.2). El efecto negativo de los menores tipos de interés medios podría estar vinculado, en parte, a la mejora de las condiciones de financiación y al menor riesgo de crédito de los préstamos avalados, con lo que, en este caso, los beneficios, en términos de menores pérdidas de crédito futuras, compensarían, al menos en parte, los menores ingresos actuales.

5.3 Perspectivas de la evolución del riesgo de crédito

La experiencia histórica muestra que las recesiones económicas impactan de forma significativa en la rentabilidad de los sectores productivos, y posteriormente se produce un deterioro de la calidad crediticia de las exposiciones de las entidades financieras a estos sectores. A raíz de la crisis financiera global iniciada en 2008 se observó un crecimiento muy significativo y generalizado de la ratio de dudosos en el crédito a las actividades productivas, que se prolongó hasta 2013. Concretamente, la proporción de activos dudosos llegó a alcanzar el 20,9% de esta cartera (el 37,3% en el caso de la construcción y las actividades inmobiliarias). El deterioro de la calidad del crédito vino acompañado de una pérdida de tejido productivo y estuvo precedido de una evolución negativa de la rentabilidad y de la carga que supone la deuda de las empresas, que alcanzó los peores registros en 2012 (véanse gráficos 3.13.1 y 3.13.2).

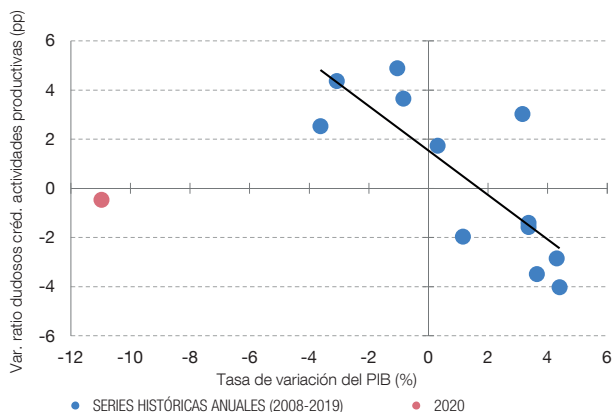
En la crisis actual, el rápido y amplio despliegue de medidas de apoyo público ha contribuido, hasta ahora, a mitigar de forma sustancial el deterioro de la capacidad de reembolso de los prestatarios y, por tanto, a evitar un aumento en la tasa de salida de empresas. Como se ha comentado, a diferencia de lo ocurrido durante la anterior crisis financiera global, la caída sin precedentes del PIB en 2020 no se ha traducido, hasta ahora, en un repunte del crédito empresarial dudoso, a pesar del deterioro observado en la situación financiera de las empresas, como se ha mostrado en las secciones anteriores (véase gráfico 3.13.1). Esta evolución diferencial se explicaría, en buena medida, tanto por las actuaciones de apoyo público a los sectores productivos desplegadas durante la crisis actual, que han sostenido su capacidad de repago de las deudas empresariales, como por las medidas de apoyo al crédito y la mejor posición de partida de las entidades bancarias, que les ha permitido atender el aumento de la demanda de financiación de las actividades productivas.

Gráfico 3.13

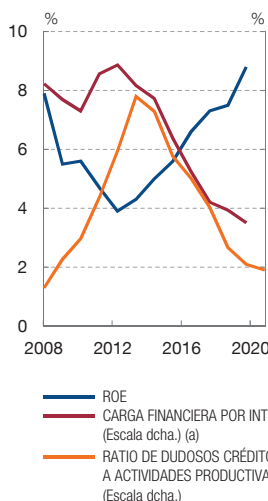
LA FUERTE CONTRACCIÓN DEL PIB NO SE HA TRADUCIDO HASTA AHORA EN UN REPUNTE DE LA MOROSIDAD EN LA CARTERA DE CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS GRACIAS A LAS MEDIDAS PÚBLICAS DE APOYO, PERO, A MEDIO PLAZO, LA MOROSIDAD PODRÍA REPUNTAR Y AFECTAR AL CAPITAL DE LOS BANCOS

Como evidencia la experiencia de la crisis financiera global, la contracción severa de la actividad deteriora la situación financiera de las empresas, que anticipa la degradación de su calidad crediticia, y eventualmente la destrucción de tejido productivo. Sin embargo, en la crisis actual las medidas de apoyo han evitado hasta ahora la materialización de ese escenario adverso y han sostenido la capacidad de reembolso de las deudas de las empresas, a pesar del desplome de la actividad y de las rentas. En cualquier caso, la evolución de las cotizaciones bursátiles de ciertos sectores desde marzo de 2020, en buena medida revertida en los últimos meses, proporciona una señal implícita del mayor riesgo de crédito percibido por los inversores. Si este llegara a materializarse, tendría un efecto negativo sobre la solvencia bancaria, si bien puede esperarse una menor sensibilidad para un incremento dado de la ratio de dudosos por la presencia de medidas de apoyo como los avales ICO.

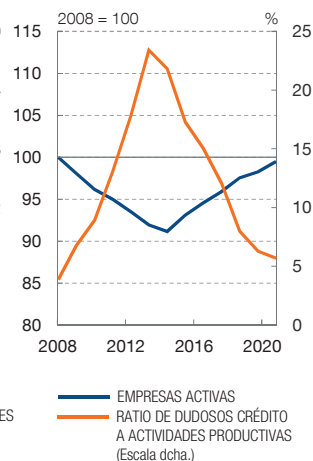
1 TASA DE VARIACIÓN DEL PIB Y VARIACIÓN DE LA RATIO DE DUDOSOS DE ACTIVIDADES PRODUCTIVAS



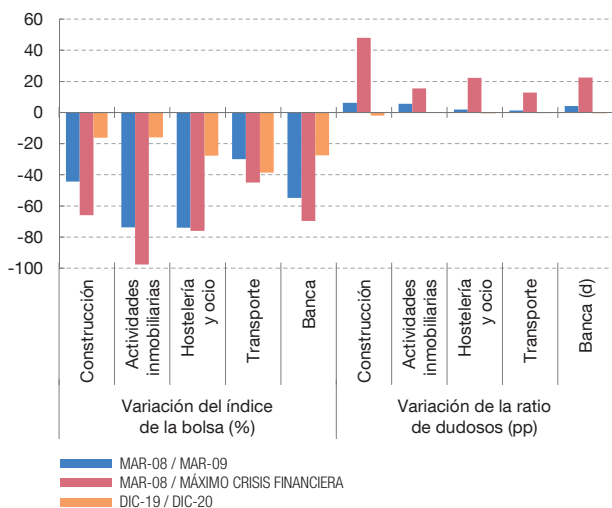
2.1 ROE, CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DUDOSOS



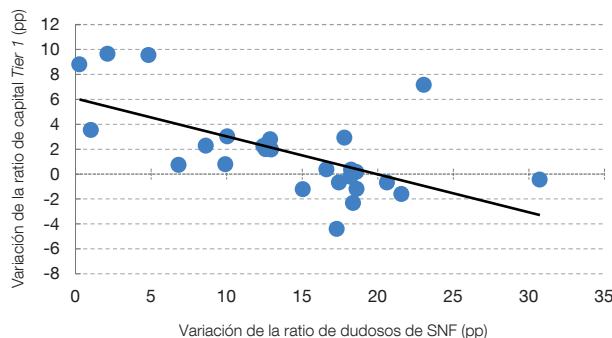
2.2 RATIO DE DUDOSOS Y EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPRESAS ACTIVAS



3 VARIACIÓN DEL ÍNDICE BURSÁTIL Y DE LA RATIO DE DUDOSOS DE LOS PRINCIPALES SECTORES EN LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y EN LA ACTUAL CRISIS (c)



4 VARIACIÓN DE LA RATIO DE DUDOSOS DE SNF Y VARIACIÓN DE LA RATIO DE TIER 1 ENTRE 2008 Y 2012



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Thomson Reuters.

- a La carga financiera por intereses se define como la ratio de intereses sobre financiación recibida sobre la suma del resultado bruto de explotación y los ingresos financieros.
- b El número de empresas activas se calcula a 1 de enero de cada año.
- c En el gráfico se presentan la variación de la ratio de dudosos y la variación del índice bursátil de algunos sectores de la Bolsa de Madrid. Se presenta la variación en el primer año de la crisis financiera global (marzo de 2008 a marzo de 2009), desde el comienzo de la crisis financiera global hasta el máximo (de dudosos) y mínimo (de cotizaciones), y en el primer año de la crisis actual (diciembre de 2019 a diciembre de 2020).
- d La ratio de dudosos del sector bancario se refiere a la ratio de dudosos del conjunto de las sociedades no financieras.



El hecho de que el crédito dudoso no haya aumentado a corto plazo no permite descartar la posibilidad de una mayor materialización del riesgo de impagos a medio plazo. La experiencia de la crisis financiera global muestra que las correcciones de las valoraciones bursátiles durante la fase inicial (2008-2009) fueron muy marcadas, a pesar de que el aumento del crédito dudoso durante esta fue contenido en la mayoría de los sectores en relación con el deterioro observado en el período más amplio de 2008-2013 (véase gráfico 3.13.3). Esta experiencia histórica evidencia que la materialización del riesgo de crédito se produce con un cierto desfase con respecto al momento en el que se produce una perturbación.

El descenso de las valoraciones bursátiles de los sectores más afectados por la pandemia proporciona una señal implícita de mayor riesgo de crédito, si bien las caídas acumuladas de los precios de las acciones se han moderado tras las alzas registradas en los últimos meses. Las valoraciones bursátiles de sectores como la hostelería, el ocio y el transporte evolucionaron desfavorablemente desde marzo de 2020, y también las del sector bancario, expuesto al riesgo de crédito de las actividades empresariales (véase gráfico 3.13.3). Esta evolución coincidió con una mayor incertidumbre sobre la rentabilidad de las empresas no financieras, por lo que aparece razonablemente asociada a una percepción más negativa de los inversores del riesgo de crédito latente⁴⁰. No obstante, la recuperación de las valoraciones bursátiles de los últimos meses podría ser indicativa de una moderación de estas señales de riesgo⁴¹.

El riesgo de impagos podría materializarse una vez que desaparezcan los efectos de las medidas de apoyo, si bien es previsible que parte de su impacto mitigador se extienda más allá del corto plazo. Aunque algunos de los efectos de los programas de moratorias y de avales públicos⁴² operan exclusivamente en el corto plazo (como el aplazamiento de pagos), al evitar el comienzo de cadenas de quiebras, contribuyen también al mantenimiento de la actividad y de la capacidad de pago de las obligaciones bancarias en un horizonte más largo. Las nuevas medidas de apoyo del Real Decreto-ley 5/2021, dirigidas a apoyar la situación financiera de empresas y de autónomos, actuarían también directamente para fortalecer la capacidad de pago de los agentes receptores de estos apoyos en un horizonte más largo. Adicionalmente, la existencia del programa público de avales como elemento mitigador de pérdidas para los bancos reduciría la sensibilidad de la solvencia bancaria al deterioro de la calidad del crédito concedido a las empresas

40 Las cotizaciones reflejarían el riesgo de crédito latente de las empresas de mayor tamaño, que puede interpretarse como una cota mínima para el conjunto de pymes y de empresarios individuales, que tienen menores posibilidades de financiación que las empresas de mayor tamaño. La evolución negativa del sector bancario, principal proveedor de fondos de estos empresarios con una escala más reducida, estaría igualmente influida por las perspectivas negativas sobre él.

41 En todo caso, hay que tener en cuenta que el precio de las acciones no solo se mueve por cambios en las expectativas de beneficios de las empresas, sino también por otros factores, como las variaciones en los tipos de interés, en el grado de incertidumbre y en la aversión al riesgo de los inversores.

42 La mayoría de los préstamos acogidos al programa de avales incluyen una carencia del pago del principal.

no financieras con respecto a lo observado en la crisis de 2008-2013 (véase gráfico 3.13.4). Las entidades bancarias cuentan, además, con mayores recursos de capital que en la crisis previa, que se han visto impulsados por la reforma regulatoria en respuesta a esta, y, por tanto, podrían soportar un mayor deterioro sin ver perjudicada su capacidad de concesión de crédito.

Además, las diferencias entre la crisis actual y la de 2008-2013, en términos de la composición de la cartera de crédito del sector bancario y de la naturaleza de la perturbación, podrían limitar en cierta medida el aumento del crédito empresarial dudoso en esta crisis. En el período previo a 2008, los sectores de construcción y promoción inmobiliaria habían adquirido una dimensión sistémica en términos tanto de la actividad económica como del volumen de crédito (peso de alrededor del 50 % en la cartera de crédito a las actividades productivas en 2008). La concentración actual en los sectores más afectados por la pandemia es mucho más limitada (cerca del 20 %), aunque, si se añaden los sectores moderadamente afectados, el peso de la cartera se acerca al 50 % del saldo de crédito a las actividades productivas en España. Los avances médicos frente a la pandemia podrían limitar la extensión temporal de los efectos negativos de esta crisis, con un origen en una perturbación exógena al sistema financiero y no relacionada con la acumulación de desequilibrios insostenibles en la estructura productiva, como ocurrió durante la crisis anterior, los cuales requirieron un largo período de corrección.

A pesar de estos factores mitigantes, la calidad de la cartera crediticia de los bancos podría resentirse significativamente si la crisis acaba generando daños persistentes en los balances del sector corporativo. La evidencia histórica apunta a que una evolución hipotética de vulnerabilidad financiera prolongada de los sectores productivos podría venir acompañada de un deterioro notable en la solvencia de los bancos, que, en escenarios extremos, podría limitar su capacidad de intermediación, con el consiguiente impacto negativo sobre las perspectivas de recuperación económica (véase gráfico 3.13.4)⁴³. Ello subraya la necesidad de reforzar la situación patrimonial de las empresas para evitar la materialización de este escenario de riesgo. En este contexto, resulta crucial hacer un seguimiento estrecho de la situación financiera de las empresas, con el fin de identificar de forma prematura cualquier indicio de deterioro adicional y tomar las medidas necesarias para contenerlo en caso de que se produjera.

43 En el período 2008-2013, la ratio de capital *Tier 1* se incrementa para el conjunto de las entidades, al incorporar a los datos de 2013 la intervención pública para reforzar el capital de estas. Consideramos así el período 2008-2012 para excluir el efecto de esa intervención, si bien se observa una relación negativa entre el aumento de la ratio de dudosos y la variación de la ratio de capital *Tier 1*, tanto en 2008-2012 como en 2008-2013.

BIBLIOGRAFÍA

- Acharya, V. V., M. Crosignani, T. Eisert y C. Eufinger (2020). «Zombie Credit and (Dis-) Inflation: Evidence from Europe», mimeo.
- Acharya, V. V., T. Eisert, C. Eufinger y C. Hirsch (2019). «Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy», *The Review of Financial Studies*, n.º 32, pp. 3366-3411.
- Acharya, V. V., y K. Subramanian (2009). «Bankruptcy Codes and Innovation», *The Review of Financial Studies*, 22(12), pp. 4949-4988.
- Aghion, P., O. Hart y J. Moore (1992). «The economics of bankruptcy reform», *Journal of Law, Economics and Organization*, n.º 8, pp. 523-546.
- Alves, P., R. Blanco, S. Mayordomo, F. Arrizabalaga, J. Delgado, G. Jiménez, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2020). «El papel del programa de avales públicos en el dinamismo reciente del crédito a autónomos y a empresas no financieras», recuadro 1, «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Arce, Ó., R. Blanco, A. Martín, S. Mayordomo y V. Vanasco (2021). *Bank risk taking and public guarantees*, mimeo.
- Banco de España (2020). «El mercado español de deuda corporativa durante la crisis del COVID-19», recuadro 6, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.
- Banco de España (2021). «Proyecciones macroeconómicas 2021-2023», recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Berger, A. N., F. L. Klapper y G. F. Udell (2001). «The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses», *Journal of Banking & Finance*, 25(12), diciembre, pp. 2127-2167.
- Blanchard, O., T. Philippon y J. Pisani-Ferry (2020). «A New Policy Toolkit is Needed as Countries Exit COVID-19 Lockdowns», *PIIE Policy Brief*, 20-8.
- Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020). «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», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2021). *El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Blickle, K., y J. Santos (2020). «The Costs of Corporate Debt Overhang», mimeo.
- Brunnermeier, M., y A. Krishnamurthy (2020). «Corporate debt overhang and credit policy», *BPEA Conference Drafts*, June 25.
- Caballero, R., T. Hoshi y A. Kashyap (2008). «Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan», *American Economic Review* 98(5), pp. 1943-1977.
- Fondo Monetario Internacional (2013). *Spain. 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report n.º 13/245.
- Fondo Monetario Internacional (2014). *Spain. 2014 Article IV Consultation*, IMF Country Report n.º 14/193.
- Fondo Monetario Internacional (2015). *Spain. 2015 Article IV Consultation*, IMF Country Report n.º 15/232.
- Gavilá, S., A. Maldonado y A. Marcelo (2020). «El sistema interno de evaluación del crédito del Banco de España», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 38, primavera 2020.
- González, B., E. Moral-Benito e I. Soler (2021). *On the survival of insolvent and stagnant firms and its macroeconomic consequences*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Kalemli-Ozcan, S., L. A. Laeven y D. Moreno (2019). *Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis*, ECB Working Papers, n.º 2241.
- McGowan, M. A., D. Andrews y V. Millot (2017). *Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation*, Working Papers Eco, n.º 31, OECD Economic Department.
- McGowan, M. A., D. Andrews y V. Millot (2018). «The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries», *Economic Policy*, 13(96), pp. 687-736.

- Menéndez, Á., y M. Mulino (2021a). «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2021», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Menéndez, Á., y M. Mulino (2021b). “Evolución reciente de la distribución del endeudamiento de las empresas de la CBT”, recuadro 1, «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020. Un avance de cierre del ejercicio», Artículos Analíticos, *Boletín económico*, 2/2021, Banco de España.
- Myers, S. C. (1977). «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 147-175.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2018). *OECD Economic Surveys: Spain 2018*.
- Philippon, T. (2010). «Debt Overhang and Recapitalization in Closed and Open Economies», *IMF Economic Review*, 58(1), August, pp. 157-178.
- Skeel, D. (2020). *Bankruptcy and the Coronavirus*, Brookings Working Papers.

EL EFECTO MACROECONÓMICO ASOCIADO A LOS PROBLEMAS DE VIABILIDAD Y DE SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS GENERADOS POR LA CRISIS DEL COVID-19

El análisis de la situación financiera de las empresas españolas presentado en el texto principal aporta una estimación del porcentaje de ellas que, como consecuencia de la crisis del COVID-19, presentarían riesgo de ser inviables y de las que seguirían siendo viables pero se encontrarían sobreendeudadas. El primer grupo de empresas está abocado a salir del mercado, mientras que las segundas podrían sobrevivir si consiguen revertir su situación a través de reestructuraciones de deuda, recapitalizaciones o el apoyo público en forma de ayudas directas.

Los resultados del análisis comentado en el texto principal, resumidos en las primeras columnas del cuadro 1, indican que, en el escenario más favorable (coherente con el escenario macroeconómico central de las proyecciones del Banco de España de marzo de 2021 y con un umbral de deuda sobre resultados de 12 veces, a efectos de la determinación de la situación de sobreendeudamiento), las empresas que pasarían a presentar problemas de sobreendeudamiento como consecuencia de la crisis, pero que seguirían siendo viables, concentrarían el 1,8 % de la inversión y el 3,5 % del empleo antes de la pandemia, mientras que estos porcentajes aumentarían al 3,1 % de la inversión y al 6,1 % del empleo en el escenario menos favorable (coherente con el escenario macroeconómico severo de las proyecciones de marzo de 2021 del Banco de España y con un umbral de deuda de 9 veces). Si se añaden las empresas que pasarían a presentar riesgo de ser inviables, los pesos alcanzan el 2,3 % de la inversión y el 6,1 % del empleo en el escenario más favorable, y el 3,8 % de la inversión y el 9,8 % del empleo en el menos favorable. Estas cifras representan, por tanto, el impacto directo sobre la inversión y el empleo agregados derivado de la desaparición de estos grupos de empresas vulnerables en cada escenario considerado.

No obstante, estos impactos directos infravaloran el efecto total de una perturbación de este tipo, debido a la existencia de ciertos efectos de equilibrio general. Para cuantificar (de forma aproximada) dicho efecto total, a continuación se presentan simulaciones con el modelo trimestral del Banco de España (MTBE)¹. Este modelo macroeconómico, estimado con series históricas de la economía española, captura los efectos

de equilibrio general que una caída del empleo tiene sobre la renta de los hogares y sobre sus decisiones de gasto, y cómo las empresas, al enfrentarse a una menor demanda, reducen también su propia demanda de empleo y de inversión. Además de estos efectos amplificadores, el modelo incorpora también algunos canales de atenuación, en gran medida ligados a las reducciones de precios y, en parte, a estabilizadores automáticos, como los derivados del aumento de las prestaciones de desempleo. Asimismo, como consecuencia de la disminución de la renta, se reducen los impuestos directos y las cotizaciones sociales, y, como resultado, la renta disponible real de los hogares cae menos que el empleo. En todo caso, hay que tener en cuenta que el modelo no captura algunos canales financieros, como, por ejemplo, los efectos asociados a quiebras en cadena derivados de las relaciones comerciales y financieras entre empresas.

En los ejercicios que se resumen a continuación se cuantifican los efectos sobre el PIB de la eventual pérdida de tejido productivo asociada a los problemas de viabilidad y de solvencia empresarial generados por la crisis del COVID-19 bajo distintos escenarios macroeconómicos. Se supone que la desaparición de las empresas afectadas tiene lugar de forma gradual a lo largo de 2021.

Al simular con el MTBE el impacto de la perturbación (las primeras columnas del cuadro 1 muestran el tamaño de la perturbación y las últimas presentan los resultados de la simulación), los efectos amplificadores resultan más pronunciados en términos de inversión empresarial que de empleo, para el que los estabilizadores automáticos son más efectivos y hacen que los canales amortiguadores compensen prácticamente por completo los amplificadores. En conjunto, para el escenario más favorable se estima un efecto contractivo del 0,8 % sobre el PIB en 2022 (cuando se alcanza el máximo impacto, debido al efecto retardado con el que actúan los canales de transmisión en el modelo), derivado de la desaparición de las empresas viables que pasarían a presentar problemas de sobreendeudamiento tras la crisis del COVID-19. Este efecto no es permanente, pero sí persistente: al cabo de cinco años, revierte aproximadamente un tercio del efecto inicial, de manera que el efecto promedio es del 0,6 % del

1 Véase Arencibia Pareja, Hurtado, De Luis y Ortega (2017), *New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España.

EL EFECTO MACROECONÓMICO ASOCIADO A LOS PROBLEMAS DE VIABILIDAD Y DE SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS GENERADOS POR LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

PIB, y, en términos acumulados, durante esos cinco años la pérdida es del 3,2 % del PIB anual (véase última columna del cuadro 1). En el escenario menos favorable, el impacto sobre el PIB de 2022 asociado a la quiebra de todas las empresas que presentarían problemas de sobreendeudamiento a raíz de la crisis sería del 1,3 %.

Si se considera, además, el impacto vinculado a la quiebra de todas las empresas que pasarían a presentar riesgos de ser inviables como consecuencia de la crisis, el efecto estimado sería una contracción del 1,4 % del PIB en 2022 en el escenario más favorable y del 2,1 % en el menos favorable.

Cuadro 1
EFECTO MACROECONÓMICO DE LA DESAPARICIÓN DE EMPRESAS CON DIFICULTADES

%	Peso de las empresas con dificultades sobre el total de empresas		Efecto macroeconómico en 2022 de la desaparición de empresas			Efecto acumulado sobre el PIB en cinco años (a)
	En la inversión	En el empleo	Sobre el PIB	Sobre la inversión	Sobre el empleo	
Escenario más favorable						
Desaparición de las empresas que pasarían a estar sobreendeudadas pero seguirían siendo viables	1,8	3,5	-0,8	-2,9	-3,5	-3,2
Desaparición de las empresas que pasarían a tener riesgo de ser inviables y a estar sobreendeudadas pero seguirían siendo viables	2,3	6,1	-1,4	-4,0	-6,2	-5,3
Escenario menos favorable						
Desaparición de las empresas que pasarían a estar sobreendeudadas pero seguirían siendo viables	3,1	6,1	-1,3	-4,8	-5,9	-5,2
Desaparición de las empresas que pasarían a tener riesgo de ser inviables y a estar sobreendeudadas pero seguirían siendo viables	3,8	9,8	-2,1	-6,4	-9,6	-8,2

FUENTE: Banco de España.

a Se calcula como cinco veces el impacto medio anual en términos porcentuales.

MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA REFORZAR LA SOLVENCIA EMPRESARIAL APROBADAS EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19

La crisis del COVID-19 ha deteriorado la situación patrimonial de muchas empresas y autónomos, especialmente en los sectores más afectados. En este contexto, el Gobierno español ha aprobado diversas medidas para reforzar la posición financiera de estos agentes. Las medidas se pueden agrupar en tres bloques según los instrumentos utilizados: recapitalizaciones, ayudas directas y apoyo a las reestructuraciones de deuda financiera.

Respecto al primer grupo de medidas, el Gobierno español creó, en primer lugar, el Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, gestionado por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)¹. Se trata de un fondo, dotado con 10 mm de euros, cuyo objetivo es reforzar la solvencia de empresas no financieras de gran dimensión afectadas por la crisis del COVID-19 y que sean consideradas estratégicas para el tejido productivo. El fondo se articula a través de distintos instrumentos, como préstamos participativos, deuda subordinada y la suscripción de acciones u otros instrumentos de capital. Hasta el momento se han concedido 968 millones de euros (9,7 % del total presupuestado), que se han distribuido en cuatro operaciones.

Asimismo, dentro de un amplio abanico de actuaciones incluidas en el RDL, de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial en respuesta a la pandemia de la COVID-19², se contempla la creación de un fondo (el Fondo de Recapitalización de Empresas Afectadas por COVID), dotado con 1.000 millones de euros, cuyo fin es recapitalizar empresas de tamaño mediano viables que se enfrentan a problemas de solvencia y que no pueden acceder al fondo gestionado por la SEPI³. La gestión del fondo corresponderá a la Compañía Española de Financiación del Desarrollo, COFIDES, una sociedad anónima mercantil estatal con participación público-privada. El fondo usará distintos instrumentos financieros, como préstamos ordinarios, préstamos participativos, capital u otros, para apoyar a estas compañías.

Algunas comunidades autónomas (CCAA) también han introducido mecanismos de apoyo al capital de las empresas. Así, por ejemplo, la Generalitat Valenciana y el Instituto Valenciano de Finanzas han diseñado un esquema de colaboración público-privada para la recapitalización de las pymes valencianas en riesgo de insolvencia debido a la crisis del COVID-19. Con este fin, la Generalitat Valenciana ha seleccionado una sociedad de capital riesgo para gestionar un fondo con una dotación financiera total de 60 millones de euros (25 millones proporcionados por la Generalitat y 35 millones por inversores privados)⁴. Asimismo, la Junta de Andalucía ha establecido un fondo de capital híbrido, mediante préstamos participativos, con una dotación de 60 millones de euros, para facilitar la recapitalización de las pymes andaluzas cuya estructura de capital se haya visto debilitada por la crisis. La Generalitat de Catalunya también ha habilitado una línea de préstamos participativos, por un importe de 9 millones de euros, a la que podrán optar empresas catalanas especialmente afectadas por la crisis sanitaria. Un esquema similar, por un importe de 6 millones de euros, se ha implementado en Asturias para cubrir las necesidades de inversión en todo tipo de activos por parte de empresas pertenecientes al sector industrial.

En cuanto al segundo bloque de medidas, el RDL establece la Línea COVID de Ayudas Directas a Autónomos y Empresas con la principal finalidad de reducir el endeudamiento suscrito a partir de marzo de 2020 por las empresas y los autónomos más afectados por la crisis. En esta línea, que cuenta con una dotación total de 7 mm de euros, se canalizarán ayudas directas a las empresas y a los autónomos cuya actividad se ha visto más negativamente afectada por los efectos económicos de la pandemia, en el sentido de que sus ingresos en 2020 hayan caído más de un 30 % con respecto a 2019 y que pertenezcan a determinados sectores. Además, se establece como requisito que las empresas hayan declarado en 2019 beneficios positivos en el impuesto de sociedades o en las actividades económicas del IRPF en

1 Véase el Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio, de medidas urgentes para apoyar la reactivación económica y el empleo (en adelante, RDL).

2 La recepción de todas las ayudas contempladas en el RDL estará condicionada a que las empresas receptoras no tengan su domicilio en un paraíso fiscal, no estén en concurso ni hayan cesado la actividad en el momento de la solicitud, se hallen al corriente de pagos de las obligaciones tributarias y de la Seguridad Social, y no repartan dividendos ni aumenten los salarios de su equipo directivo durante un período de dos años, así como al mantenimiento de su actividad hasta junio de 2022.

3 Las operaciones financiadas con cargo al fondo de la SEPI tendrán un importe no inferior a 25 millones de euros por beneficiario, salvo en casos excepcionales debidamente justificados.

4 Se prevé que los inversores privados concedan préstamos participativos a compañías vulnerables pero viables, al tiempo que los bancos acreedores condonarían la parte no sostenible de la deuda de las compañías a cambio de que estas paguen el resto de la deuda.

MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA REFORZAR LA SOLVENCIA EMPRESARIAL APROBADAS EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

el caso de los autónomos. Se trata de ayudas directas de carácter finalista que permiten el pago de deudas contraídas por las empresas desde marzo de 2020, como pagos a proveedores, suministros, salarios, arrendamientos y, en caso de quedar remanente, deudas con acreedores bancarios, primando la reducción del nominal de la deuda con aval público. Estas ayudas podrán llegar al 40 % de la disminución de ingresos que supere el 30 % para las microempresas y los autónomos, y al 20 % para el resto de las empresas, con una cantidad fija de 3.000 euros para los autónomos que tributen en régimen de estimación objetiva, y entre 4.000 y 200.000 euros para el resto de las empresas. La línea será gestionada por las CCAA⁵. Posteriormente, en abril de 2021, se retomó el citado RDL para permitir que las CCAA puedan aplicar criterios más flexibles en cuanto a los sectores beneficiarios y al requisito de presentar ganancias en 2019.

Finalmente, el RDL establece la Línea para la Reestructuración de Deuda Financiera con Aval del Estado, con una dotación de 3 mm de euros. Su objetivo es permitir que el ICO pueda incorporarse a los procesos de reestructuración de deuda financiera solicitada durante la pandemia que cuente con aval público. En concreto, se podrán acordar medidas para, en primer lugar, extender por un período adicional el plazo de vencimiento de los préstamos con aval público y, en segundo lugar, convertir los préstamos con aval público en préstamos participativos, y, como último recurso, conceder ayudas directas para reducir la cuantía de la deuda. Para la articulación de estas medidas se aprobará un Código de Buenas Prácticas, de adhesión voluntaria por parte de las entidades financieras, cuyo objetivo es el establecimiento de un marco de actuación común en las reestructuraciones de los balances empresariales.

5 La línea se articula en dos compartimentos. Un primer compartimento, con una dotación de 5 mm de euros, para todas las CCAA, salvo Baleares y Canarias, y para las ciudades de Ceuta y Melilla; y un segundo compartimento, con una dotación de 2 mm de euros, para las CCAA de Baleares y Canarias, por el mayor impacto diferencial de la crisis derivado del elevado peso del turismo en su economía.

EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA CONCURSAL Y PRECONCURSAL EN ESPAÑA

En este recuadro se revisan las principales características y carencias de los procedimientos de insolvencias en España. Con carácter general, estos procedimientos desempeñan una importante función para el desarrollo de la actividad empresarial, ya que permiten distinguir entre empresas insolventes pero viables, cuya deuda debe ser reestructurada, y no viables, que han de ser liquidadas. En este sentido, la evidencia internacional¹ pone de manifiesto que la existencia de sistemas de insolvencia eficientes contribuye a una mayor productividad agregada, a más innovación y a un aumento de la inversión empresarial. Asimismo, un buen funcionamiento de estos mecanismos incentiva la actividad de intermediación de los bancos, al facilitar que estos puedan recuperar una parte de los créditos impagados. Finalmente, el correcto funcionamiento de los procedimientos de insolvencia para personas físicas estimula el emprendimiento, ya que los empresarios individuales tenderán a estar menos preocupados por la posibilidad de quebrar, dado que pueden quedar exonerados del pago de una parte de sus deudas.

En España, los procedimientos concursales y concursales (concurso de acreedores) se rigen por la Ley Concursal (en adelante, LC), que fue aprobada en 2003 y entró en vigor el 1 de septiembre de 2004². No obstante, el aumento de los concursos de acreedores producto de la crisis financiera global dejó patente diversas disfuncionalidades del sistema, lo que llevó a seis reformas de la LC en el período 2009-2015. Estos procedimientos también pueden ser utilizados por los consumidores, si bien este recuadro se centra en el caso de las empresas y de los autónomos. El esquema 1 muestra los diversos procedimientos concursales y concursales atendiendo a la tipología de la empresa.

El concurso de acreedores tiene como objetivo resolver una situación de insolvencia mediante dos vías: convenio o liquidación. Un convenio es un acuerdo entre los

acreedores y la empresa deudora que incluye una reestructuración de deuda, cuyo objetivo es que los prestamistas recuperen la máxima proporción de crédito posible y que la compañía continúe operando. Un convenio puede contemplar una quita (reducción del nominal de la deuda), una espera (aplazamiento del calendario de pagos), capitalizaciones de deuda y la cesión de bienes o derechos en pago de créditos. Para alcanzar un convenio se requiere el voto favorable de una mayoría del crédito ordinario, que consiste mayoritariamente en crédito sin garantía. La liquidación implica la venta de los activos de la empresa para pagar a sus acreedores, siguiendo un determinado orden de prelación.

Asimismo, existen dos mecanismos concursales cuyo objetivo es resolver problemas de insolvencia detectados en una fase temprana: el acuerdo extrajudicial de pagos (AEP) para personas físicas y pequeñas empresas, y los acuerdos de refinanciación, a los que predominantemente recurren sociedades de cierta dimensión. Dentro de estos últimos existe una variante: los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente, que conceden más protección a la empresa deudora.

Por último, en el caso de personas físicas, ya sean autónomos o propietarios de pequeñas empresas, existen dos fórmulas concursales: la liberación inmediata de las deudas tras la liquidación del patrimonio del deudor y el mecanismo de segunda oportunidad (MSO), que consiste en un plan de pagos de cinco años hasta obtener la exoneración del resto de las deudas.

En comparativa internacional, el uso de los concursos de acreedores en España ha sido tradicionalmente muy escaso, incluso en períodos de crisis económica. Este fenómeno se explica principalmente por la baja utilización de estos procedimientos por parte de autónomos y microempresas (empresas con menos de diez trabajadores),

1 M. A. McGowan, D. Andrews y V. Millot (2017), *Insolvency regimes, zombie firms and capital reallocation*, OECD Economic Department Working Papers Eco, n.º 31; V. V. Acharya y K. Subramanian (2009), «Bankruptcy Codes and Innovation», *The Review of Financial Studies*, 22(12), pp. 4949-4988; J. Ponticelli y S. Alencar (2016), «Court Enforcement, Bank Loans and Firm Investment: Evidence from a Bankruptcy Reform in Brazil», *Quarterly Journal of Economics*, 131(3), pp. 1365-1413; R. La Porta, F. López de Silanes, A. Shleifer y R. W. Vishny (1997), «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, n.º 53, pp. 1131-1150; M. Giannetti (2003), «Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), pp. 185-212; J. Qian y P. Strahan (2007), «How Laws & Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans», *Journal of Finance*, 52(6), pp. 2803-2834; G. Rodano, N. Serrano-Velarde y E. Tarantino (2016), «Bankruptcy Law and Bank Financing», *Journal of Financial Economics*, 120(2), pp. 363-382; W. Fan y M. White (2003), «Personal bankruptcy and the level of entrepreneurial activity», *Journal of Law and Economics*, 46:2, pp. 543-568, y J. Armour y D. Cumming (2008), «Bankruptcy Law and Entrepreneurship», *American Law and Economics Review*, 10(2), pp. 303-350.

2 Ley 22/2003, de 9 de julio. El 1 de septiembre de 2020 entró en vigor el Texto Refundido de la Ley Concursal debido a las numerosas reformas del texto original. Véase el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal.

EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA CONCURSAL Y PRECONCURSAL EN ESPAÑA (cont.)

que constituyen el grueso del tejido productivo en España. En el caso de los autónomos, en 2019 hubo 2 concursos por cada 10.000 autónomos en España, frente a los 32 de Francia y los 74 de Inglaterra y Gales. En cuanto a las microempresas, en 2019 hubo 10 concursos por cada 10.000 microempresas españolas, frente a los 105 de Francia³.

El escaso uso de esta figura en nuestro país se debe fundamentalmente a dos causas: i) la baja eficiencia del sistema concursal, evidenciada por la lentitud de los procedimientos (su duración media se sitúa entre tres y cuatro años)⁴ y ocasionada, al menos parcialmente, por la

congestión de los Juzgados de lo Mercantil, y ii) el reducido atractivo de los concursos de acreedores para las personas físicas, debido a la dificultad para obtener una exoneración de las deudas. En particular, el crédito público (deudas tributarias, cotizaciones a la Seguridad Social) no es exonerable, y este suele suponer un componente importante de la deuda de microempresas y de autónomos. Además, algunos expertos destacan que el plan de pagos del MSO es excesivamente largo (cinco años), si bien la transposición de la directiva de la Unión Europea sobre insolvencias⁵ debería reducir la duración del plan de pagos a un máximo de tres años. Por último, un elemento disuasorio adicional reside en el hecho de que los costes

Esquema 1
MECANISMOS PRECONCURSALES Y CONCURSALES PARA SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES



FUENTE: M. García-Posada Gómez (2020), *Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.

a Menos de 50 acreedores, pasivo estimado que no supere los cinco millones de euros, activo que no exceda dicha suma.

3 M. García-Posada Gómez (2020), *Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.

4 M. García-Posada Gómez y R. Vegas (2018). «Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: the Spanish Experience», *International Review of Law & Economics*, vol. 55, September 2018, pp 71-95.

5 *Directiva (UE) 2019/1023* del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132.

EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA CONCURSAL Y PRECONCURSAL EN ESPAÑA (cont.)

del procedimiento (costes judiciales, sueldos de los administradores concursales y de los abogados) son altos y, en buena parte, fijos o no suficientemente dependientes del importe de la deuda y de los activos de la empresa. Todo esto, junto con el estigma que puede ocasionar el uso de los mecanismos preconcursales y concursales, hace que las empresas⁶ suelen recurrir a los concursos de acreedores solo como última opción, lo que conlleva que la gran mayoría de dichos concursos terminen en liquidación⁷, puesto que las empresas llegan a estos procedimientos en condiciones financieras de extrema vulnerabilidad.

Finalmente, en cuanto a los procedimientos preconcursales, los acuerdos de refinanciación parecen estar cumpliendo bien su función de mecanismo alternativo a los concursos para empresas de cierta dimensión. Por el contrario, el escaso uso de los AEP revela que estos no son atractivos para los autónomos y

los propietarios de pequeñas empresas⁸. Según algunos expertos⁹, existen dos razones que explican este fenómeno. Primero, la negociación de la deuda con los acreedores de derecho público queda fuera del AEP. Segundo, los incentivos económicos de los posibles mediadores a recomendar un AEP a los potenciales beneficiarios son generalmente escasos, debido a que las retribuciones suelen ser muy bajas, por lo que la mayoría no lo hacen y tampoco informan de la existencia de este procedimiento a los deudores. En este contexto, algunos analistas¹⁰ han propuesto distintas vías para fomentar la participación y el buen desempeño de profesionales involucrados en los procesos preconcursales y concursales: por ejemplo, incrementando las retribuciones de los mediadores concursales a quienes se encomienda la gestión y la negociación del AEP, garantizando las retribuciones de los administradores concursales y aumentando el alcance de la aplicación de la justicia gratuita —el llamado «turno de oficio»— al ámbito concursal.

6 M. A. McGowan y D. Andrews (2018), *Design of insolvency regimes across countries*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 1504.

7 El 93 %, según M. García-Posada y R. Vegas (2018), «Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: the Spanish Experience», *International Review of Law & Economics*, vol. 55, September 2018, pp 71-95.

8 Según Van Hemmen (2020a), entre el 1 de marzo de 2015 y el 31 de marzo de 2020 solo se iniciaron 93 AEP de empresas. E. Van Hemmen (2020a), *Estadística concursal. Anuario 2019*, Colegio de Registradores de la Propiedad y de lo Mercantil de España, Madrid.

9 S. Van Hemmen (2020b), «Acompañando la segunda oportunidad», *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 50.

10 M. Celentani y F. Gómez Pomar (2020), «Concursos y pre-concursos de personas físicas, autónomos y microempresas: déjà vu all over again», *InDret*, 3/2020.