

LA EVOLUCIÓN DE LA FRAGILIDAD FINANCIERA DE LAS EMPRESAS
NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS ENTRE 2007 Y 2015

Álvaro Menéndez y Maristela Mulino (*)

(*) Dirección General de Economía y Estadística.

Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España ni del Eurosistema.

LA EVOLUCIÓN DE LA FRAGILIDAD FINANCIERA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS ENTRE 2007 Y 2015

Resumen

En este artículo se analiza la evolución del grado de fragilidad financiera del sector de sociedades no financieras españolas entre 2007 y 2015 (último ejercicio disponible). Los resultados muestran que el número de empresas clasificadas como potencialmente vulnerables, según los criterios utilizados, creció significativamente durante la crisis. Durante la fase de recuperación, iniciada en 2013, esta tendencia revirtió progresivamente, si bien los niveles de 2015 aún se situaban por encima de los registrados antes del comienzo de la crisis. El grado de fragilidad en ese ejercicio era comparativamente más elevado en el segmento de pymes y, especialmente, en el de la rama de la construcción, sobre todo cuando se evalúa en términos de la proporción de la deuda que acumulan las empresas en posición más desfavorable. El peso en el empleo de las compañías con situación financiera más comprometida, no obstante, es sustancialmente más reducido que el correspondiente al de la deuda. Dada la continuación de la recuperación económica registrada durante los dos años siguientes al cierre de los datos utilizados, cabría esperar que el grado de fragilidad empresarial hubiera seguido reduciéndose desde entonces.

1 Introducción

Entre los años 2008 a 2012 España atravesó una profunda crisis económica, más intensa que la registrada por otros países de nuestro entorno, y que tuvo un fuerte impacto negativo sobre la posición económica y financiera de las empresas, aunque no todas ellas se vieron afectadas de la misma forma¹. Tras la recuperación económica iniciada en 2013, la situación del sector de sociedades no financieras tendió a mejorar paulatinamente. El objetivo de este artículo es analizar cómo ha evolucionado la situación económico-financiera de las compañías españolas desde 2007, identificando la importancia relativa de aquellas que en cada momento han mostrado un mayor grado de fragilidad financiera.

Para realizar este trabajo se utilizan tres indicadores económicos y financieros. El primero de ellos es la ratio de rentabilidad, calculada como el cociente entre los beneficios ordinarios de la empresa y su activo total medio. El segundo es la ratio de cobertura de intereses, que se obtiene como el cociente entre los excedentes ordinarios y los intereses pagados, y que permite evaluar en qué medida los beneficios generados en un ejercicio económico son suficientes o no para pagar los intereses de la deuda. Estas dos primeras ratios se centran en la evolución de los flujos (gastos e ingresos) de las empresas. El tercer indicador, en cambio, hace referencia a la estructura de balance, y, en particular, al peso relativo de los recursos propios en el total de la financiación de la empresa. Una estructura financiera con más recursos propios y, por tanto, con menos deuda está en mejores condiciones de absorber pérdidas importantes sin entrar en quiebra o insolvencia grave.

La información utilizada en este artículo proviene de las bases de datos de la Central de Balances. Por una parte, se usa la denominada Central de Balances Anual (CBA), que contiene unas 10.000 empresas para cada ejercicio, principalmente de tamaño mediano y grande, que colaboran voluntariamente suministrando datos tanto de su balance y cuenta de pérdidas y ganancias como de información adicional de interés analítico. Por otro lado, se considera también la base de datos que la Central de Balances genera a partir de los depósitos de las cuentas que las empresas tienen obligación de realizar anualmente

¹ Para mayor detalle véase el artículo analítico «La evolución económica y financiera de las empresas no financieras españolas durante la crisis económica y primeros años de la recuperación. Un análisis comparado con la UEM», de Álvaro Menéndez, Anna Gorris y Daniel Dejuán, publicado el 18 de mayo de 2017.

en los Registros Mercantiles, denominada abreviadamente CBB. En ella hay disponible información de unas 700.000 empresas por ejercicio, principalmente de tamaño mediano y, sobre todo, pequeño, de las que se tienen datos del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias. En la CBB la información sobre las empresas es más limitada que en la CBA, pero en cambio cuenta con un mayor número de compañías, especialmente de tamaño pequeño, con lo que ambas bases de datos se complementan. Como resultado de la agregación de la CBA y la CBB se obtiene la denominada Central de Balances Integrada (CBI), con una cobertura del sector de empresas no financieras, medida en términos de Valor Añadido Bruto, cercana al 50 %.

A lo largo del artículo se analiza la evolución de cada una de las tres ratios antes mencionadas, tanto en términos agregados como para algunos de sus percentiles, durante el período 2007 a 2015. A partir de estos indicadores se identifican las empresas que se encuentran en una situación de vulnerabilidad financiera. En este sentido, una compañía se clasifica como financieramente vulnerable cuando su rentabilidad es negativa, cuando la cobertura de los intereses es menor que uno o cuando sus recursos propios están por debajo del 10 % de los pasivos totales. Se analiza la existencia de empresas de este tipo en distintos grupos en función del tamaño (grandes y pymes²) y sector de actividad (industria manufacturera, construcción y servicios inmobiliarios, y otros servicios³). El número absoluto o relativo de empresas vulnerables es un indicador relevante de la fragilidad financiera a la que está expuesto el conjunto de la economía solo cuando todas las empresas tienen una dimensión parecida. De no ser así, resultan más informativos indicadores que tienen en cuenta el volumen de deuda y el número de trabajadores que se concentra en las empresas inicialmente clasificadas como vulnerables. Por este motivo, en este trabajo, además del número relativo de empresas vulnerables, para cada clase de tamaño y sector de actividad se calcula la proporción sobre el total que representan la deuda y el empleo de las compañías que se encuentran en esa situación cada año.

La proporción de deuda que concentran las empresas en situación vulnerable es un indicador directo de fragilidad financiera del conjunto de la economía en cuanto que el impago de los pasivos, si la vulnerabilidad se materializa en quiebra o impago de las empresas, supone pérdidas inmediatas para sus tenedores, que en el caso de las pymes son principalmente bancos. La proporción de trabajadores que concentran las compañías en situación vulnerable es, en primer lugar, un indicador de fragilidad económica, pues, si la vulnerabilidad se materializa en la quiebra y cierre de las empresas afectadas, sus trabajadores irán al desempleo, y de vulnerabilidad financiera en la medida en que el desempleo puede llevar a impagos de la deuda personal o familiar de los parados.

El resto del trabajo se estructura del siguiente modo. El apartado segundo muestra los resultados del análisis de vulnerabilidad a partir de la ratio de rentabilidad. En el apartado tercero se presentan los resultados a partir de la ratio de cobertura de intereses, y en el cuarto, a partir de la ratio de capital. El apartado quinto analiza la vulnerabilidad combinando los tres indicadores en uno solo. Las conclusiones resumen algunos de los resultados más relevantes obtenidos en este análisis.

2 Rentabilidad

La rentabilidad de la empresa se mide en este trabajo por el cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) y el total de los activos medios en balance. Este

2 Para determinar la dimensión de las sociedades se han aplicado los criterios de la recomendación de la Comisión Europea, que combinan límites en función del número medio de trabajadores, total activo y ventas.

3 El sector de «Otros servicios» comprende todas las ramas de servicios excepto la de los «Servicios inmobiliarios» (que está comprendida dentro del de «Construcción») y la de «Holdings», que se ha excluido de este trabajo.

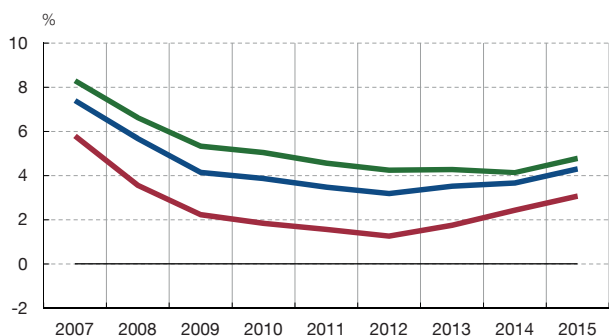
excedente incluye los beneficios operativos ordinarios (no incluye los resultados de carácter extraordinario), después de las amortizaciones, más los ingresos procedentes de activos financieros, si los hubiere. Se trata de un indicador de resultados que permite comparar la rentabilidad de empresas con diferente estructura financiera, puesto que en el cálculo del BAII no intervienen los gastos financieros, que sí varían con la estructura financiera de las empresas.

Como consecuencia de la crisis que atravesó la economía española, la rentabilidad del activo, a nivel agregado, evidenció un fuerte descenso entre los años 2007 y 2012, lo que llevó a que, para el total de la muestra analizada, este indicador cayera durante dicho período desde el 7,4 % hasta un 3,2 % (véase gráfico 1.1). Durante la recuperación económica iniciada en 2013, la rentabilidad agregada para el conjunto de las empresas tendió a recuperarse, si bien en 2015 se situaba todavía por debajo de los niveles previos a la crisis. El detalle por tamaños desvela que la rentabilidad de las pymes se sitúa por debajo de la de las grandes empresas en todos los años del período considerado. Además, el deterioro de este indicador en los años más recesivos es claramente mayor entre las pymes que entre las grandes empresas. Así, mientras que en 2007 la rentabilidad agregada del conjunto de las empresas medianas y pequeñas se situaba cerca del 6 %, dos puntos y medio por debajo de la de las compañías de mayor tamaño, en 2012 esta ratio había descendido hasta el 1,3 %, y su distancia respecto al correspondiente valor para las empresas más grandes se había ampliado hasta casi los tres puntos porcentuales. Por el contrario, en la fase de recuperación económica, que comenzó en 2013, los beneficios de las pymes crecieron más intensamente que los de las compañías de mayor tamaño, elevándose su rentabilidad hasta situarse en el 3,1 % en 2015, y en consecuencia su distancia respecto al correspondiente indicador para las grandes se redujo progresivamente, hasta ser algo inferior a los dos puntos porcentuales.

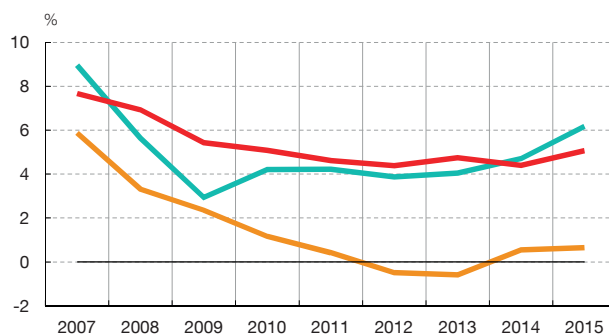
La información por sectores evidencia que fue la rama de la construcción la que durante la reciente crisis experimentó un mayor retroceso de la rentabilidad agregada, llegando incluso a presentar valores negativos en los años 2012 y 2013 (véase gráfico 1.2). A partir de 2014 volvió a presentar nuevamente registros positivos, aunque con unos niveles históricamente reducidos. Por su parte, tanto el sector de la industria manufacturera como el que agrupa a las empresas del sector de otros servicios mostraron también reducciones de la rentabilidad durante la etapa recesiva, aunque algo más moderadas, situándose en 2012 en valores en el entorno del 4 %-4,5 %, frente al 9 % y 7,7 %, respectivamente, de 2007. La mejoría en este indicador durante la recuperación económica reciente ha sido más evidente en la rama de la industria manufacturera que en la de otros servicios.

El análisis de la rentabilidad mediana (que aproxima el comportamiento de la empresa representativa) evidencia unos niveles de rentabilidad sistemáticamente más bajos que los del indicador agregado (salvo en 2012-2013 en el caso del sector de la construcción), lo que se debe a la influencia que sobre este último ejercen las compañías con más peso dentro de cada segmento o sector (véanse gráficos 1.3 y 1.4). Por otra parte, como cabía esperar, se observa como este indicador muestra también un marcado perfil cíclico: deterioro durante la crisis y mejoría durante la etapa de recuperación posterior. La distancia entre la mediana y el percentil 25 de la distribución de rentabilidad (que muestra el valor por debajo del cual se sitúa el 25 % de las empresas menos rentables) pone de manifiesto la elevada dispersión de la situación económica dentro del sector empresarial, habiéndose ampliado esta significativamente durante los años de la crisis (véanse gráficos 1.5 y 1.6). En otras palabras, el deterioro durante la etapa recesiva en el segmento que recoge la evolución de las empresas menos rentables fue más acusado que el que recogen los indicadores

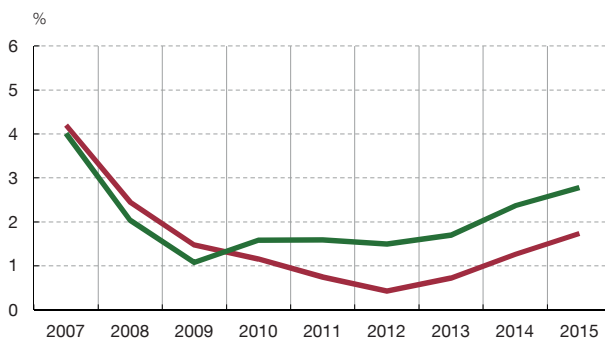
1 RATIO AGREGADA DE RENTABILIDAD. DESGLOSE POR TAMAÑO



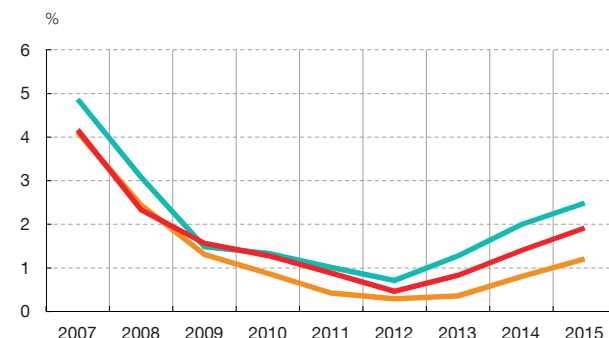
2 RATIO AGREGADA DE RENTABILIDAD. DESGLOSE POR SECTOR



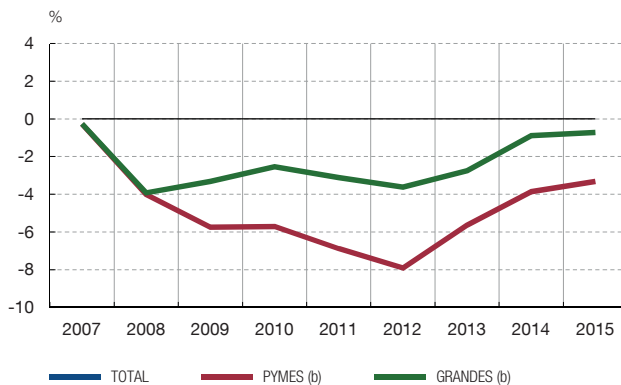
3 MEDIANA DE LA RATIO DE RENTABILIDAD. DESGLOSE POR TAMAÑO



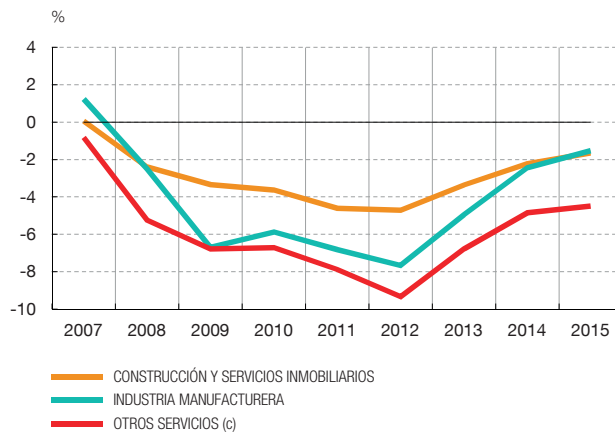
4 MEDIANA DE LA RATIO DE RENTABILIDAD. DESGLOSE POR SECTOR



5 PERCENTIL 25 DE LA RATIO DE RENTABILIDAD. DESGLOSE POR TAMAÑO



6 PERCENTIL 25 DE LA RATIO DE RENTABILIDAD. DESGLOSE POR SECTOR



FUENTE: Banco de España.

a Se define la rentabilidad como (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo total medio. Se excluyen los *holdings*.

b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).

c Excluye servicios inmobiliarios y *holdings*.

agregados. Por tamaños, la dispersión es más moderada dentro de las grandes empresas y, por sectores, en la rama de la construcción.

Centrando el análisis, por último, en el agregado de empresas en una situación económica más desfavorable (aquellas con rentabilidad negativa), se observa que en 2007 un 25 % del total de la muestra analizada se encontraba en esta situación, porcentaje que fue aumentando hasta un 46 % en 2012, para descender posteriormente hasta valores ligeramente por

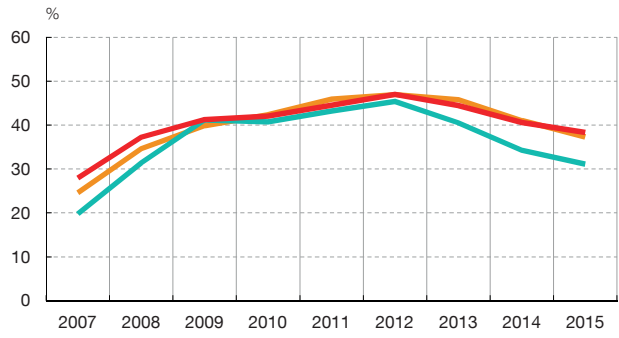
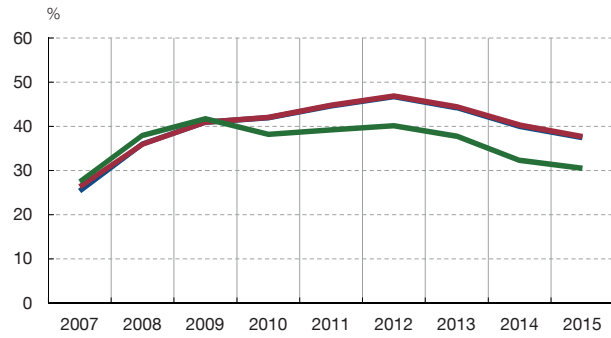
debajo del 40 % en 2015 (véase gráfico 2.1). Por tamaños, fueron las compañías más grandes las que evidenciaron un comportamiento menos desfavorable: registraron a partir de 2010 valores inferiores a los de la media, llegando a situarse en un 30 %. Por sectores, las tres ramas analizadas mostraron una evolución similar, si bien destacó la de la industria manufacturera por ser la que registró una mayor variabilidad del indicador, con un deterioro más acusado durante la crisis y una mejoría más intensa en los últimos años

EMPRESAS NO FINANCIERAS CON RENTABILIDAD NEGATIVA (a)

GRÁFICO 2

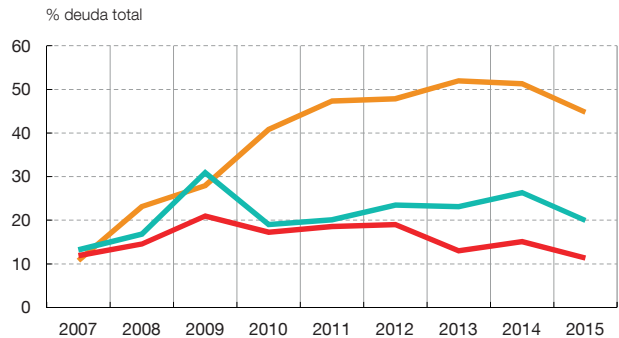
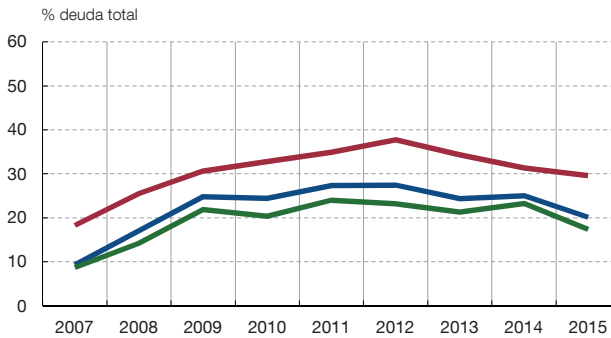
1 NÚMERO DE EMPRESAS. DESGLOSE POR TAMAÑO

2 NÚMERO DE EMPRESAS. DESGLOSE POR SECTOR



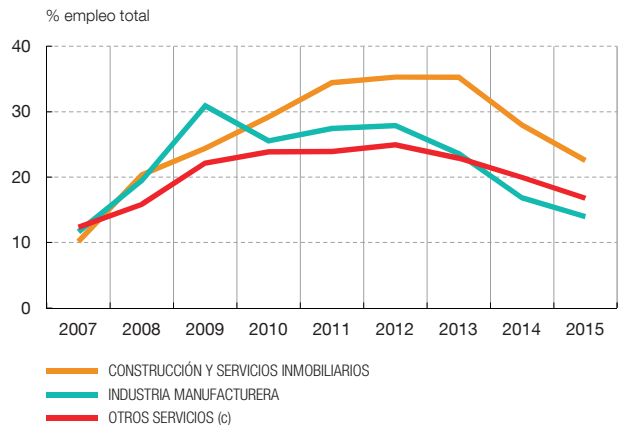
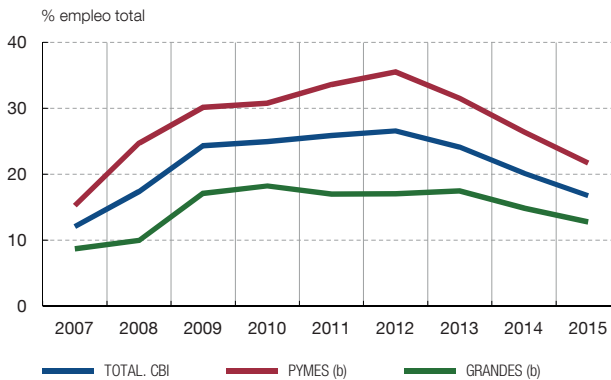
3 DEUDA. DESGLOSE POR TAMAÑO

4 DEUDA. DESGLOSE POR SECTOR



5 EMPLEO. DESGLOSE POR TAMAÑO

6 EMPLEO. DESGLOSE POR SECTOR



FUENTE: Banco de España.

- a Se define la rentabilidad como (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo total medio. Se excluyen los *holdings*.
- b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).
- c Excluye servicios inmobiliarios y *holdings*.

(véase gráfico 2.2). Al analizar, dentro de cada grupo, la proporción de la deuda que concentran estas compañías, se observan unas cifras más reducidas. Así, por ejemplo, en el peor año de la crisis (2012) las empresas con rentabilidades negativas, que, como se ha dicho, representaban el 46 % del total, absorbían menos del 30 % de la deuda de la muestra (véase gráfico 2.3). Este resultado significa que estas compañías tienen, en promedio, unos niveles de deuda comparativamente más bajos que los del resto del sector corporativo, en gran parte como consecuencia de su menor dimensión relativa. Por tamaños, es en el segmento de pymes en el que se observan unos registros más elevados, llegando a situarse, en 2012, cerca del 38 % (catorce puntos más que en las grandes), mientras que, por sectores, fue especialmente negativa la evolución de la rama de la construcción durante la crisis (véase gráfico 2.4), de modo que en 2013 las empresas con rentabilidad negativa concentran más de la mitad de los recursos ajenos de este sector (un 52 %).

En términos del empleo que se concentra en empresas vulnerables, es decir, con rentabilidad negativa, las conclusiones son similares a aquellas a las que se llega con la concentración de deuda, aunque con unas cifras más moderadas. Así, en el año 2012, cuando se alcanza el nivel máximo, el porcentaje de trabajadores empleados en empresas vulnerables oscila entre el 17 %, en el segmento de grandes, y el 35 %, en el caso de las pymes y de las que operan en el sector de la construcción. Estos valores descienden paulatinamente, hasta situarse, en 2015, en un rango que varía, dependiendo de los agregados, entre el 13 % y el 22 % (véanse gráficos 2.5 y 2.6). A pesar de la mejoría observada durante los últimos años de la muestra, la proporción de la deuda y del empleo que acumulaban las compañías con una situación económica menos favorable se situaba en 2015 todavía por encima de los registros previos a la crisis, especialmente en lo que se refiere a los recursos ajenos.

3 Ratio de cobertura de intereses

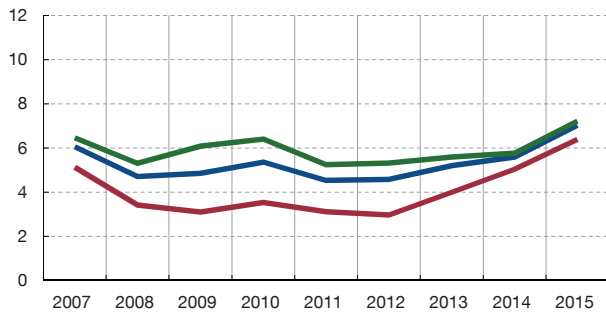
Un indicador útil para evaluar la posición financiera de las empresas es el ratio de cobertura de intereses (RCI), ya que permite conocer en qué medida una compañía es capaz de hacer frente en un ejercicio a sus intereses devengados con los recursos generados en su actividad ordinaria, aproximados como la suma del BAIIL más la dotación a amortizaciones⁴. Así, una RCI inferior a 1 implicaría que la empresa no ha sido capaz de generar a través de su actividad ordinaria, en el ejercicio analizado, excedentes suficientes para atender a los gastos por intereses asociados a sus deudas, situación que, en caso de persistir, podría representar un elevado riesgo de insolvencia y quiebra⁵.

La evolución de la RCI, en términos agregados, evidencia, para el total de la muestra, un comportamiento muy ligado al ciclo económico, observándose claramente el perfil de doble recesión que la economía española experimentó entre 2007 y 2012, así como la mejoría ligada a la recuperación de la actividad, a partir de 2013 (véase gráfico 3.1). Al igual que ocurría en el caso de la rentabilidad, el agregado de pymes presentó siempre valores más desfavorables que el de las empresas grandes, al tiempo que experimentó un mayor deterioro durante la crisis, mostrando, en cambio, una mejoría más intensa en la fase de recuperación, lo que llevó a que se estrechara de nuevo la diferencia entre ambos segmentos. El desglose sectorial confirma, asimismo, que la rama de la construcción fue la que presentó una situación menos favorable, así como un deterioro más acusado, durante la crisis, de modo que la RCI, que partía ya en 2007 de unos niveles reducidos, descendió hasta valores mínimos, por debajo de 2, entre 2011 y 2013 (véase gráfico 3.2). La mejoría mostrada por las empresas constructoras durante

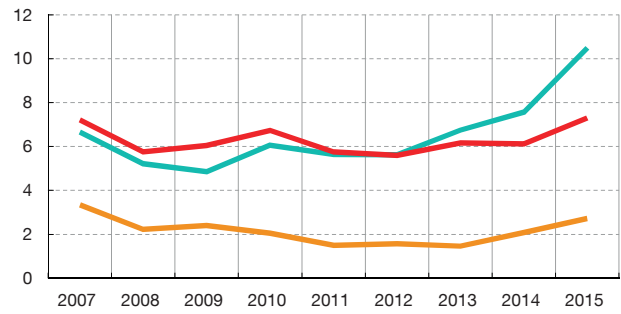
4 Para un mayor detalle sobre la evolución de la RCI en el período reciente, véase la nota económica «Evolución del grado de presión financiera soportada por las empresas no financieras españolas: 2007-2016», de Álvaro Menéndez y Maristela Mulino, publicada en marzo de 2017.

5 A los efectos de este indicador, se consideran como no vulnerables todas aquellas empresas cuyos gastos financieros (denominador de la ratio) sean cero.

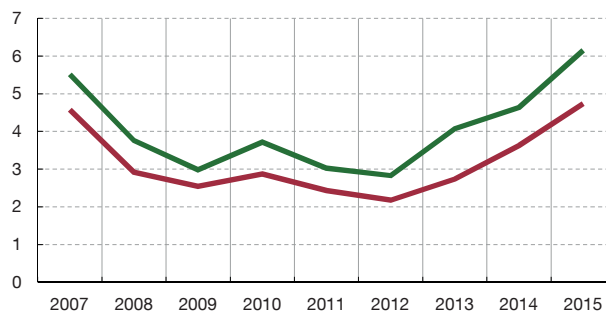
1 RCI AGREGADA. DESGLOSE POR TAMAÑO



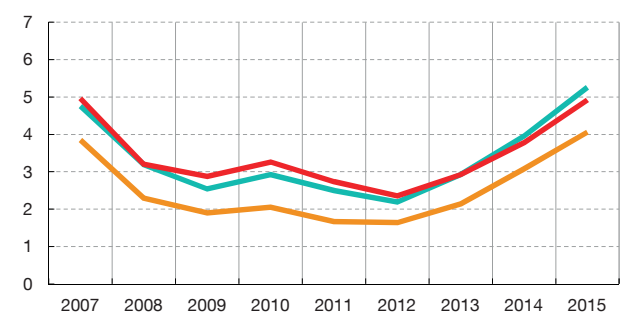
2 RCI AGREGADA. DESGLOSE POR SECTOR



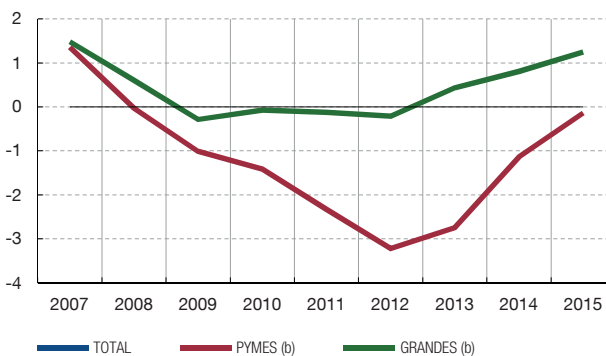
3 MEDIANA DE LA RCI. DESGLOSE POR TAMAÑO



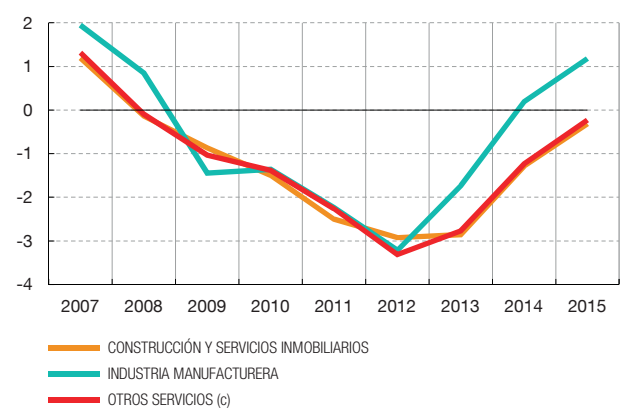
4 MEDIANA DE LA RCI. DESGLOSE POR SECTOR



5 PERCENTIL 25 DE LA RCI. DESGLOSE POR TAMAÑO



6 PERCENTIL 25 DE LA RCI. DESGLOSE POR SECTOR



FUENTE: Banco de España.

- a Se define el ratio de cobertura de intereses como $(\text{Resultado económico bruto} + \text{Ingresos financieros}) / \text{Gastos financieros}$. Se excluyen los *holdings*.
- b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).
- c Excluye servicios inmobiliarios y *holdings*.

la fase de recuperación fue moderada y de menor intensidad que la que evidenciaron los demás sectores. Dentro de estos últimos destaca, en particular, la industria manufacturera, por el fuerte crecimiento que en los últimos dos años experimentó la RCI, lo que le llevó a registrar en 2015 el valor más elevado de todo el período analizado (10,5).

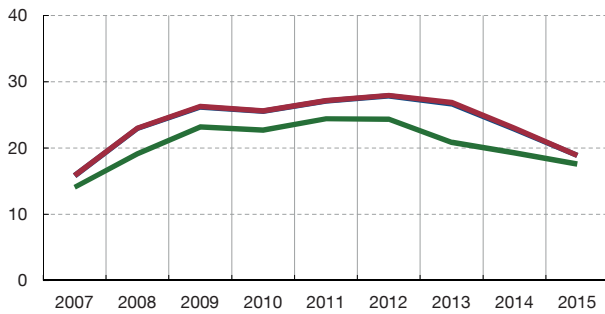
El análisis de la empresa mediana evidencia tendencias similares a las que muestra la ratio agregada y confirma que fueron las pymes y la rama de la construcción los segmentos que

mostraron una situación menos favorable (valores más reducidos de la RCI; véanse gráficos 3.3 y 3.4). Sin embargo, el desglose por sectores revela que la distancia de la mediana de las empresas constructoras con respecto a la de las otras dos ramas analizadas es más reducida, lo que se debe al impacto adverso que sobre el dato agregado tienen algunas compañías con un elevado peso relativo dentro de esta rama de actividad. Al igual que ocurre con el indicador de

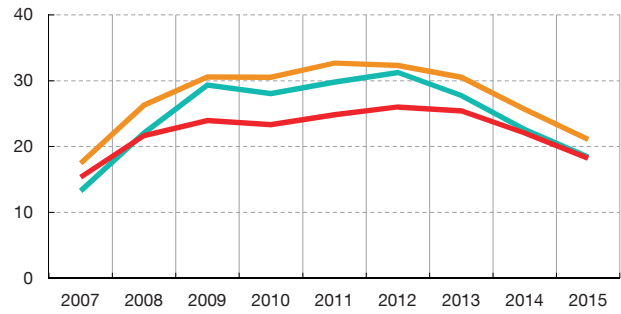
EMPRESAS NO FINANCIERAS CON RATIO DE COBERTURA DE INTERESES MENOR QUE UNO (a)

GRÁFICO 4

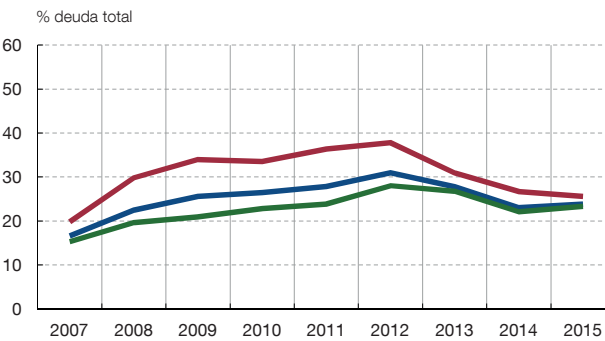
1 NÚMERO DE EMPRESAS. DESGLOSE POR TAMAÑO



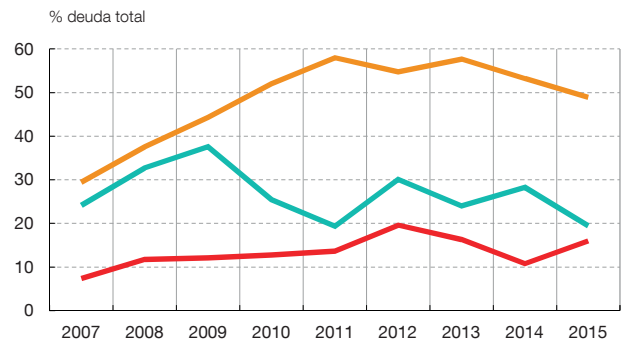
2 NÚMERO DE EMPRESAS. DESGLOSE POR SECTOR



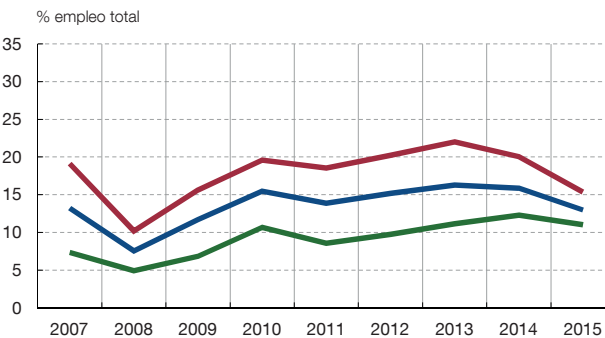
3 DEUDA. DESGLOSE POR TAMAÑO



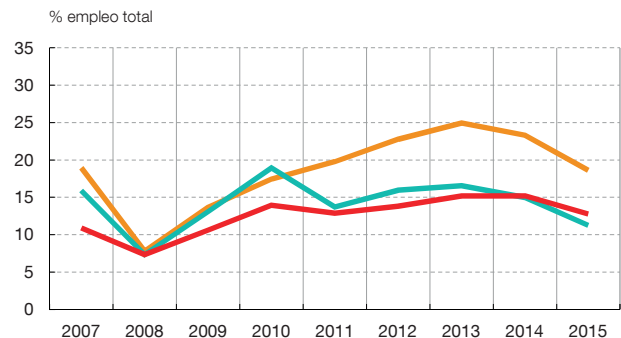
4 DEUDA. DESGLOSE POR SECTOR



5 EMPLEO. DESGLOSE POR TAMAÑO



6 EMPLEO. DESGLOSE POR SECTOR



— TOTAL — PYMES (b) — GRANDES (b)

— CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS INMOBILIARIOS — INDUSTRIA MANUFACTURERA — OTROS SERVICIOS (c)

FUENTE: Banco de España.

- a Se define el ratio de cobertura de intereses como (Resultado económico bruto+ Ingresos financieros) / Gastos financieros. Se excluyen los *holdings*.
- b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).
- c Excluye servicios inmobiliarios y *holdings*.

rentabilidad, la distancia existente, dentro de cada agregado, entre la media y el percentil 25 de la distribución de la RCI evidencia una elevada dispersión, habiendo aumentado esta durante los años de la crisis (véanse gráficos 3.5 y 3.6).

El porcentaje de empresas cuya RCI es inferior a uno (que son las que presentan una mayor fragilidad financiera según el criterio establecido) presentó, como era de esperar, una evolución creciente en el período 2007 a 2012. Este aumento fue de nuevo más significativo en el segmento de pymes y en la rama de la construcción, alcanzándose unas cifras máximas de un 28 % y un 32 %, respectivamente, en 2012 (véanse gráficos 4.1 y 4.2). Posteriormente, con la recuperación económica iniciada en 2013, estos porcentajes tendieron a descender, y lo hicieron con mayor intensidad en esos dos mismos segmentos, aunque en 2015 se situaban todavía algo por encima de los registros previos a la crisis.

En términos de la proporción de deuda que, dentro de cada grupo, acumulan las compañías con RCI inferior a la unidad, se observa como las cifras son también más elevadas para las pymes (38 % en 2012) que para las empresas grandes (28 %; véase gráfico 4.3). Por sectores, destaca nuevamente la construcción, por ser la rama en la que las compañías con una situación financiera menos favorable, de acuerdo con la RCI, acumulaban un porcentaje más elevado de la deuda total de este agregado, que llegó a alcanzar casi el 60 % en 2011 y 2013 (véase gráfico 4.4), presentando además una fuerte resistencia a la baja, de modo que en 2015 esta proporción se situaba aún en el 49 %.

Finalmente, en términos del empleo que concentran las empresas con mayor fragilidad financiera, las conclusiones alcanzadas son similares a aquellas a las que se llega con la deuda (registros más elevados en pymes y en constructoras, habiendo aumentado más intensamente durante la crisis), si bien en este caso los porcentajes son mucho más reducidos que en el caso de la deuda, situándose para las pymes en unos valores máximos del 22 % en 2013, y en las constructoras en un 25 % en ese mismo año (véanse gráficos 4.5 y 4.6). Además, se observa como, para el conjunto de la muestra, el peso del empleo que concentraban en 2015 las empresas con mayor fragilidad se situaba ya en torno a los niveles previos a la crisis, mientras que en términos de la deuda las cifras eran en esa fecha todavía algo más elevadas que las observadas antes de la recesión.

4 Ratio de recursos propios

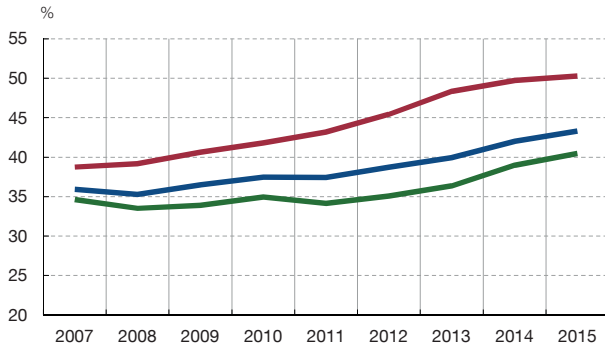
Los dos indicadores anteriores (rentabilidad y RCI) se centran en los flujos generados por las empresas (gastos e ingresos) en cada ejercicio. Sin embargo, es también relevante analizar la estructura del balance de las empresas (activos y pasivos) y su evolución, en la medida en que ello puede desvelar otras debilidades y vulnerabilidades. Por ello, en esta sección se analiza la ratio de recursos propios, definida como el peso que tienen los fondos propios de una empresa en relación con el total de su activo (o pasivo), y que ofrece una medida (estática) del grado de solvencia financiera. Así, cuanto mayor sea el nivel de recursos propios, la compañía tendrá un mayor margen para absorber potenciales pérdidas en un ejercicio y, por tanto, estará menos expuesta a entrar en quiebra o insolvencia grave. No es sencillo, en todo caso, establecer cuál puede ser el nivel mínimo de recursos propios a partir del cual se puede decir que la empresa se encuentra en una situación de fragilidad, ya que ello dependerá de múltiples factores, tanto estructurales (tipo de negocio al que se dedica, pertenencia o no a un grupo consolidado...) como coyunturales (expectativas de negocio, momento del ciclo económico, antigüedad de la empresa...). En este artículo se ha fijado arbitrariamente un umbral de un 10 %, de manera que se considera empresa vulnerable aquella con una proporción de fondos propios en su balance por debajo de este porcentaje.

El primer rasgo destacable que se observa es que, dado el carácter más estructural de esta ratio y, por lo tanto, menos ligado al ciclo económico, su evolución en el período analizado es más estable que la de los indicadores anteriores, mostrando una tendencia creciente en casi todos los agregados, aunque de diferente intensidad. Para el conjunto de la muestra, el nivel de los recursos propios se elevó, entre 2007 y 2015, siete puntos porcentuales,

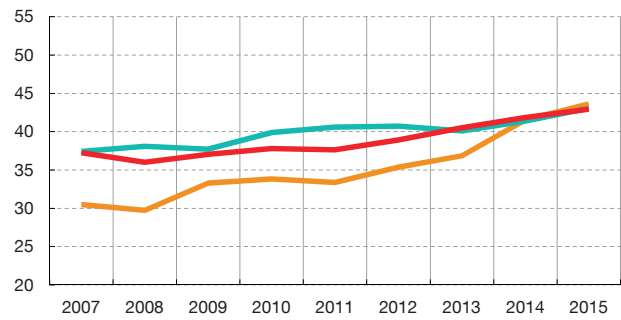
RATIO DE RECURSOS PROPIOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (a)

GRÁFICO 5

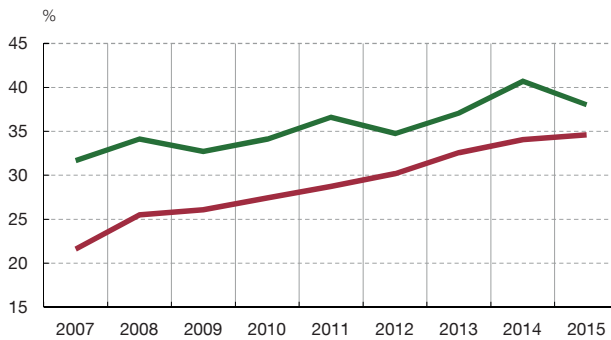
1 RATIO AGREGADA DE RECURSOS PROPIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO



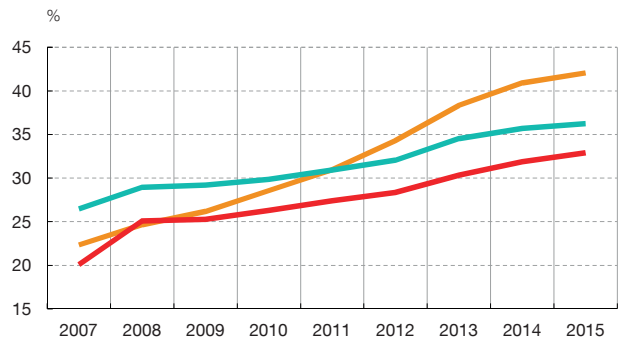
2 RATIO AGREGADA DE RECURSOS PROPIOS. DESGLOSE POR SECTOR



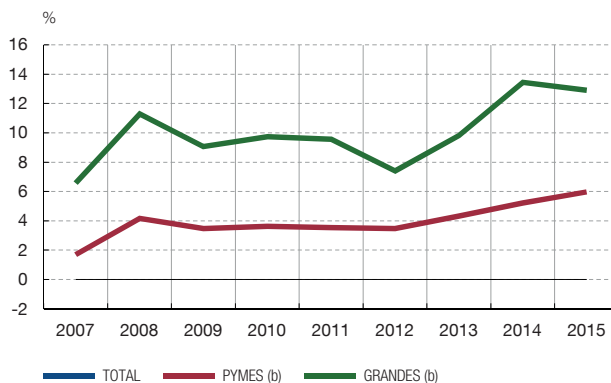
3 MEDIANA DE LA RATIO DE RECURSOS PROPIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO



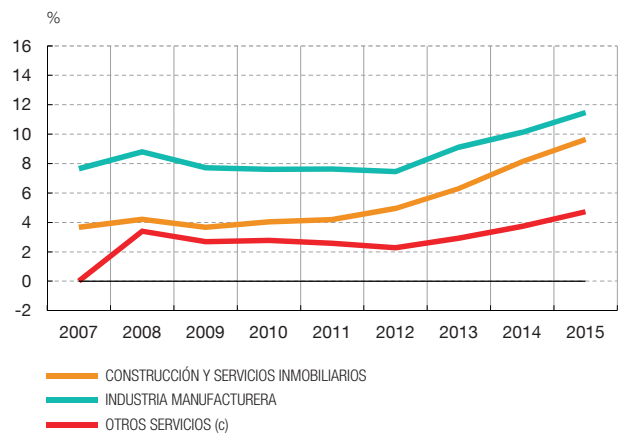
4 MEDIANA DE LA RATIO DE RECURSOS PROPIOS. DESGLOSE POR SECTOR



5 PERCENTIL 25 DE LA RATIO DE RECURSOS PROPIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO



6 PERCENTIL 25 DE LA RATIO DE RECURSOS PROPIOS. DESGLOSE POR SECTOR



FUENTE: Banco de España.

- a Se define la ratio de recursos propios como Patrimonio neto / Activo total. Se excluyen los *holdings*.
- b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).
- c Excluye servicios inmobiliarios y *holdings*.

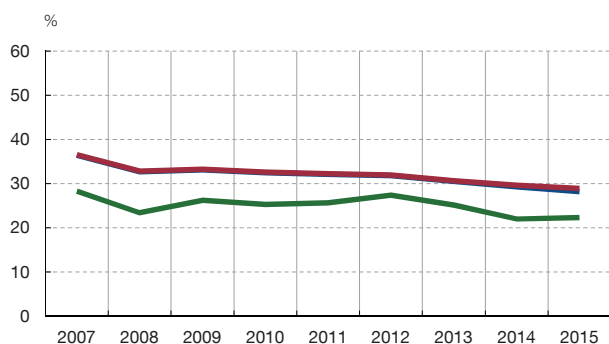
hasta situarse en un 43 % (véase gráfico 5.1). El desglose por tamaños revela una evolución creciente más acusada en las pymes, cuya ratio alcanzó en 2015 un nivel del 50 % (once puntos más que en 2007), frente a la mayor estabilidad que mostraron las empresas de mayor dimensión, habiendo aumentado dicha ratio desde el 35 % al 40 % a lo largo de este período. Esta evolución refleja que los procesos de desendeudamiento fueron más intensos en el caso de las pymes. Por sectores, las tres ramas mostraron igualmente una tendencia creciente de este indicador, más pronunciada en el caso de la construcción, que, no obstante, partía de valores más reducidos, pero que fue progresivamente aproximándose al nivel de los otros dos sectores, hasta situarse todos en valores próximos al 43 % al final del período analizado (véase gráfico 5.2).

La mediana y el percentil 25 también presentaron una tendencia creciente en todos los segmentos de tamaño y sectores analizados, con aumentos más intensos en la construcción que en las ramas de la industria y de otros servicios (véanse gráficos 5.3 a 5.6). Cabe destacar que los niveles medianos fueron en casi todos los casos inferiores a los mostrados por la ratio agregada, especialmente en el segmento de pymes, donde la diferencia entre ambos indicadores fue de unos quince puntos porcentuales, situándose además por debajo del nivel mediano registrado por las grandes empresas.

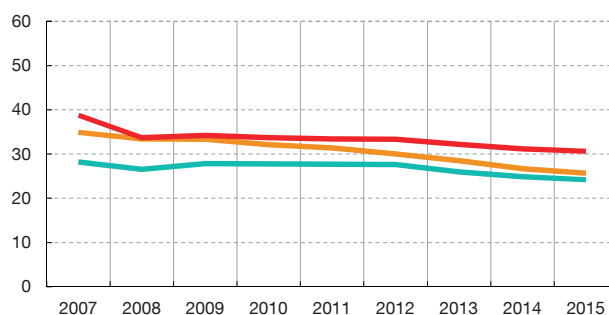
Si, finalmente, se analiza el segmento de sociedades más vulnerables, considerando como tales aquellas cuyo nivel de recursos propios es inferior al 10 % de su activo, se observa un descenso generalizado del porcentaje de compañías en esta situación (véanse gráficos 6.1 y 6.2). En el período analizado esta disminución fue, para el total de la muestra, de unos ocho puntos porcentuales, situándose en 2015 en un 28,2 %, porcentaje similar al de las pymes, y seis puntos superior al de las compañías de mayor dimensión. Por sectores, en todos se observaron descensos, algo más acusado en el de la construcción, que le llevó a registrar en 2015 unos porcentajes del 25 %, muy parecidos a los de la rama de industria, mientras que en el sector de otros servicios la proporción de empresas con un bajo nivel de recursos propios era para ese mismo año de un 31 %. A pesar de esta tendencia descendente del porcentaje de empresas con menor solvencia, la proporción de la deuda que concentran se mantuvo bastante estable en todo el período analizado, registrándose los mayores porcentajes en el segmento de pymes, con un 33 % en 2015, y sobre todo en la rama de la construcción, en la que las empresas con un bajo nivel de recursos propios llegaron a concentrar la mitad de la deuda del sector (en 2008 y en 2012), si bien en los últimos años esta proporción se redujo algo, hasta situarse en 2015 en un 41 % (véanse gráficos 6.3 y 6.4). Por su parte, tanto la rama de industria como la de otros servicios presentaron unas cifras para este indicador sensiblemente menores, en torno al 20 %, y muy estables en todo el período analizado.

Por último, se observa como el peso en el empleo de las empresas con un bajo nivel de recursos propios fue inferior, durante todo el período analizado, a la proporción de deuda que concentran. Su evolución muestra que este porcentaje se fue reduciendo progresivamente entre 2007 y 2015, tanto en el total de la muestra como en los dos segmentos de tamaño, en línea con la evolución registrada en el número de empresas. Este descenso fue algo más intenso en el caso de las pymes, donde cayó casi 4 puntos porcentuales, hasta situarse en un 18 %, mientras que en las compañías de mayor tamaño, en las que estos porcentajes eran inferiores, la disminución fue también más moderada, de tan solo 1 punto porcentual, situándose en 2015 en un 13 % (véase gráfico 6.5). Por sectores, de nuevo la rama de la construcción fue la que presentó los valores más elevados para este indicador, si bien mostró una tendencia claramente descendente, aproximándose progresivamente a los niveles de los otros dos sectores, cuya evolución fue bastante más estable (véase gráfico 6.6).

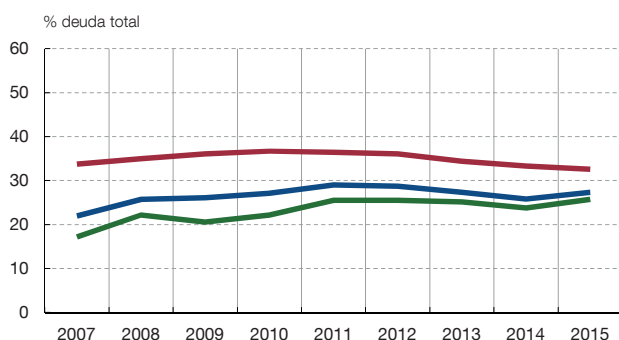
1 NÚMERO DE EMPRESAS. DESGLOSE POR TAMAÑO



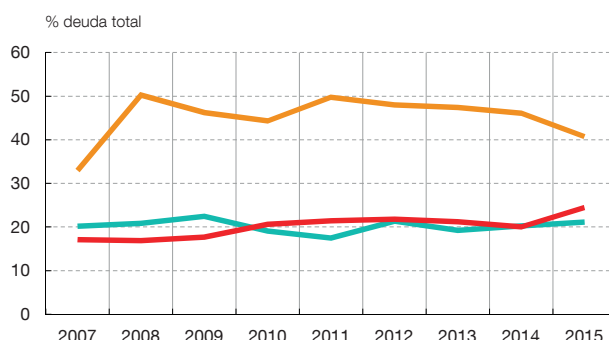
2 NÚMERO DE EMPRESAS. DESGLOSE POR SECTOR



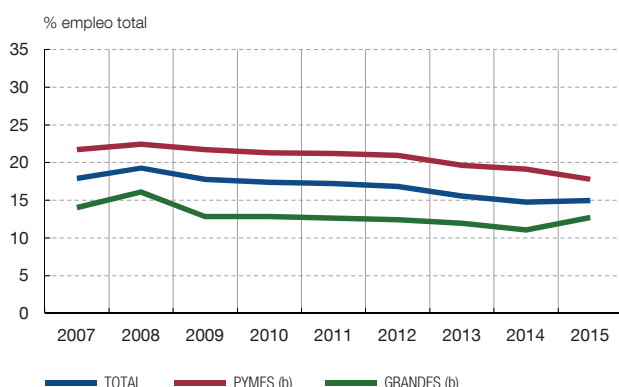
3 DEUDA. DESGLOSE POR TAMAÑO



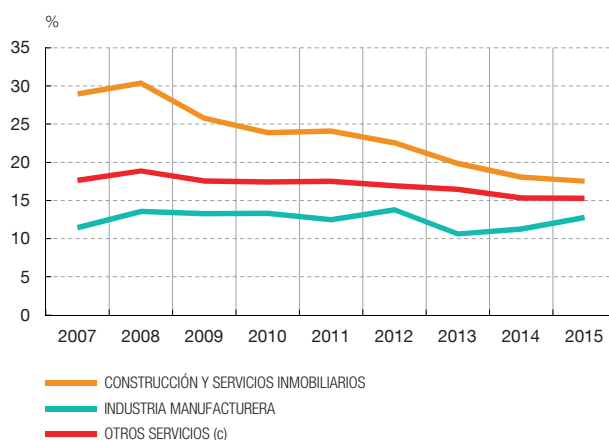
4 DEUDA. DESGLOSE POR SECTOR



5 EMPLEO. DESGLOSE POR TAMAÑO



6 EMPLEO. DESGLOSE POR SECTOR



FUENTE: Banco de España.

- a Se define la ratio de recursos propios como Patrimonio neto / Activo total. Se excluyen los *holdings*.
- b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).
- c Excluye servicios inmobiliarios y *holdings*.

5 Análisis de persistencia basado en combinaciones de indicadores

Los análisis anteriores han permitido identificar los grupos de empresas y sectores más vulnerables, a partir de la información de distintos indicadores observados por separado, cuyos resultados se han obtenido para cada año aisladamente. Sin embargo, en ellos no se tiene en cuenta si una empresa ha entrado en zona de vulnerabilidad por razones transitorias, al haberse visto afectada por una coyuntura adversa en un solo ejercicio, o, por el contrario, la debilidad tiene un carácter más estructural. Por otra parte, tampoco se tiene en cuenta si las debilidades detectadas afectan solo a una o a varias de las dimensiones estudiadas (rentabilidad, capacidad de reembolso de las deudas y solvencia).

Por ello, en esta sección se examinan las situaciones de vulnerabilidad, basadas inicialmente en indicadores individuales, en dos ejercicios consecutivos (análisis dinámico). Así, se considera que una empresa se encuentra en esa situación cuando la ratio analizada se sitúa por debajo del nivel crítico establecido durante dos años seguidos. Posteriormente, se examinan situaciones en las que se combinan los tres indicadores, pero siempre teniendo en cuenta que la situación de fragilidad se ha de mantener en una empresa durante más de un año⁶.

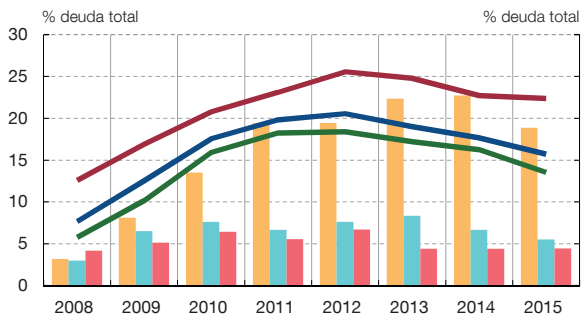
Este análisis dinámico muestra, para los tres indicadores, tendencias similares a las obtenidas al analizar cada ejercicio aisladamente (visión estática), pero con unos niveles claramente inferiores, tanto en el número de empresas como al evaluar su peso en términos de deuda y empleo (véanse gráficos 7.1 a 7.6). Así, en el caso de las empresas con rentabilidad negativa y en el de las que registraron una RCI menor que uno, los porcentajes son entre ocho y diez puntos porcentuales más bajos, tanto en el peso de la deuda como en el del empleo, respecto a los resultados obtenidos en el análisis estático, mientras que en la ratio que mide el nivel de recursos propios, más estructural, las diferencias son menos acusadas, de unos cinco puntos porcentuales por término medio. Por tamaños y sectores se obtienen conclusiones similares, confirmándose que el segmento de pymes y el de la rama de la construcción siguieron siendo los que registraron casi siempre los mayores porcentajes de deuda y empleo en empresas vulnerables, si bien los valores alcanzados se reducen igualmente de forma muy significativa respecto a los registrados al analizar cada ejercicio aisladamente.

Si se consideran todas las empresas que presentaron, durante dos ejercicios consecutivos, signos de fragilidad financiera en alguno de los tres indicadores analizados, se obtienen, lógicamente, valores más elevados. Así, para el total de la muestra, el porcentaje de deuda que concentraban las empresas en esta situación llegó a situarse en un máximo de casi el 39 % en 2012, descendiendo posteriormente hasta un 35 %, en 2015 (en ese mismo año, en las pymes era un 43 %, y en el sector de la construcción, un 59 %; véanse gráficos 7.7 y 7.8). En términos de empleo, el valor más alto se alcanzó también en 2012, con un 26 %, reduciéndose hasta un 20 % en 2015, año en el que en el segmento de pymes era de un 24 %, y en el sector de la construcción, de un 26 %.

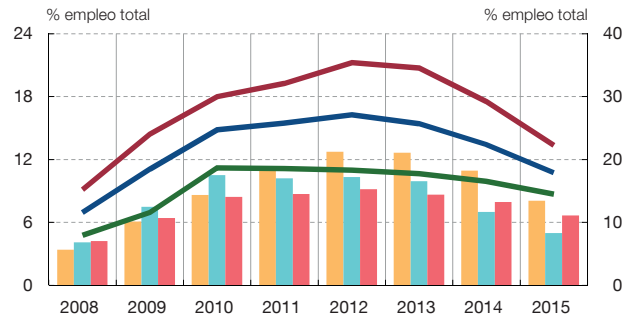
Finalmente, para completar el análisis basado en la combinación de indicadores se considera una situación de vulnerabilidad acusada, definida como aquella en la que las empresas presentan durante dos ejercicios consecutivos una rentabilidad negativa, una RCI menor que uno, y un nivel de recursos propios inferior al 10 %. Los resultados muestran que, en 2015, solamente un 5 % de las empresas se encontraban en esa situación, sin que se observen diferencias importantes según tamaño y sector (véanse gráficos 8.1 y 8.2). En cuanto al peso de la deuda de estas empresas, tanto en el total como en el desglose por tamaño se registró una evolución muy similar, alcanzando en los tres casos valores máximos cercanos al 13 % en 2011 y 2012, y descendiendo en los ejercicios siguientes hasta situarse, en 2015, en torno al 10 %, niveles muy inferiores a los que reflejaban estos segmentos, especialmente las pymes, en los anteriores análisis (véase gráfico 8.3). Por sectores, destaca de nuevo el de la construcción, por ser el que presentó unos niveles notablemente más altos en comparación con las otras dos ramas analizadas. Así, la deuda que acumularon las empresas constructoras que se encontraban en esta situación de vulnerabilidad acusada alcanzó unos máximos del 32 % del total de este sector en 2011, retrocediendo algo posteriormente, hasta ser de un 25 % en 2015 (véase gráfico 8.4). En los demás sectores analizados

⁶ La no consideración de un mayor número de ejercicios obedece fundamentalmente a razones prácticas, para evitar que se reduzca la muestra de empresas sobre la que se realiza el análisis.

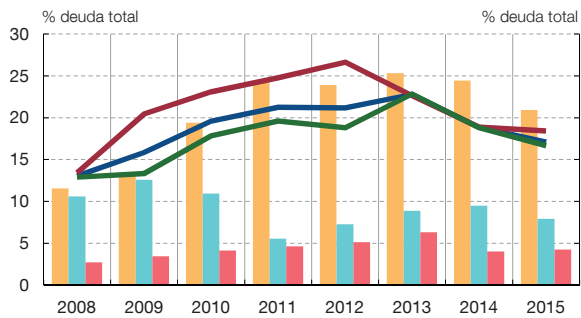
1 DEUDA DE LAS EMPRESAS CON RATIO DE RENTABILIDAD NEGATIVA (a)



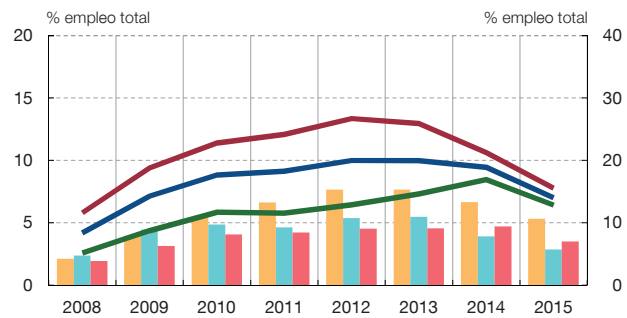
2 EMPLEO DE LAS EMPRESAS CON RATIO DE RENTABILIDAD NEGATIVA (a)



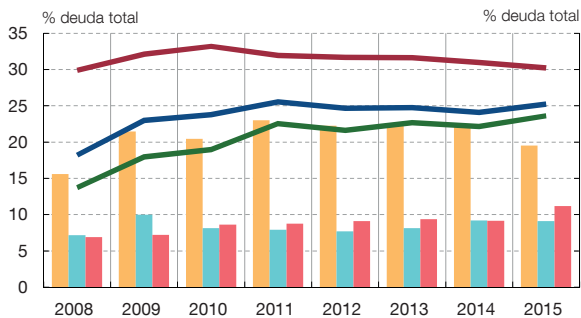
3 DEUDA DE LAS EMPRESAS CON RATIO DE COBERTURA DE INTERESES MENOR QUE UNO (e)



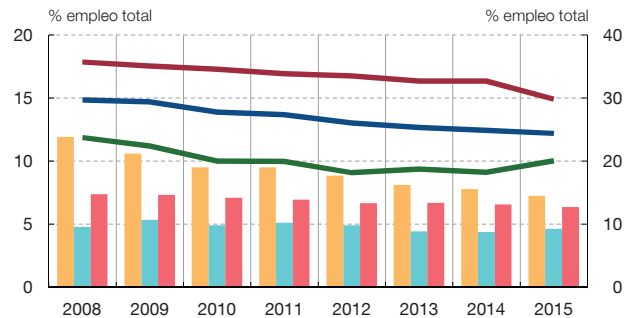
4 EMPLEO DE LAS EMPRESAS CON RATIO DE COBERTURA DE INTERESES MENOR QUE UNO (e)



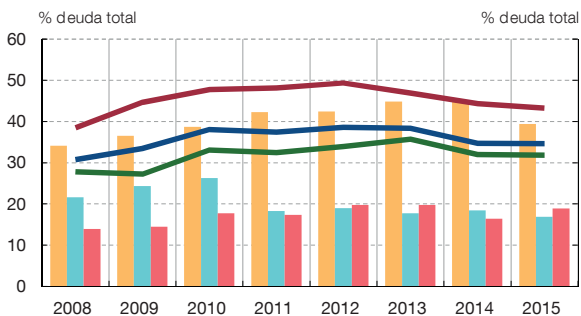
5 DEUDA DE LAS EMPRESAS CON RATIO DE RECURSOS PROPIOS INFERIOR A 10 % (f)



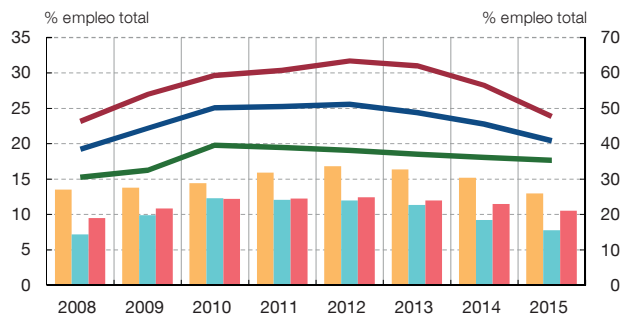
6 EMPLEO DE LAS EMPRESAS CON RATIO DE RECURSOS PROPIOS INFERIOR A 10 % (f)



7 DEUDA DE LAS EMPRESAS CON ALGUNA DE LAS RATIOS ANTERIORES EN ZONA DE VULNERABILIDAD



8 EMPLEO DE LAS EMPRESAS CON ALGUNA DE LAS RATIOS ANTERIORES EN ZONA DE VULNERABILIDAD



■ CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS INMOBILIARIOS (Esc. dcha.)
 ■ INDUSTRIA MANUFACTURERA (Esc. dcha.)
 ■ OTROS SERVICIOS (Esc. dcha.) (b)
■ TOTAL (c)
 ■ PYMES (d)
 ■ GRANDES (d)

FUENTE: Banco de España.

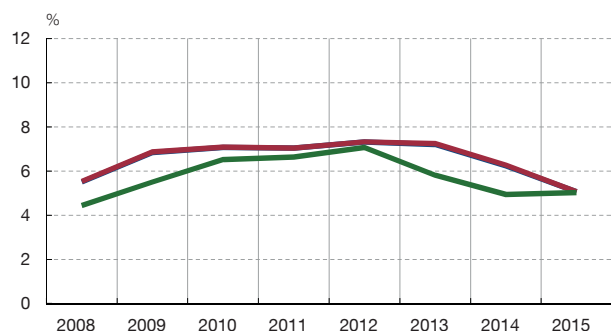
- a Se define la ratio de rentabilidad como (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo total medio.
- b Se excluyen servicios inmobiliarios y holdings.
- c Se excluyen holdings.
- d La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).
- e Se define la ratio de cobertura de intereses como (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros.
- f Se define la ratio de recursos propios como Patrimonio neto / Activo total.

los porcentajes de deuda en sociedades en esta situación fueron reducidos en todo el período, con valores que nunca superaron el 11 % (valor máximo alcanzado en 2012 por la rama de industria), y que en 2015 se situaban en el 10 % para la industria manufacturera y en el 5 % para el sector de otros servicios. Por último, la información de los gráficos 8.5 y 8.6 evidencia que el peso del empleo en empresas en situación de vulnerabilidad acusada no fue elevado en ninguno de los agregados analizados, registrándose como máximo valores

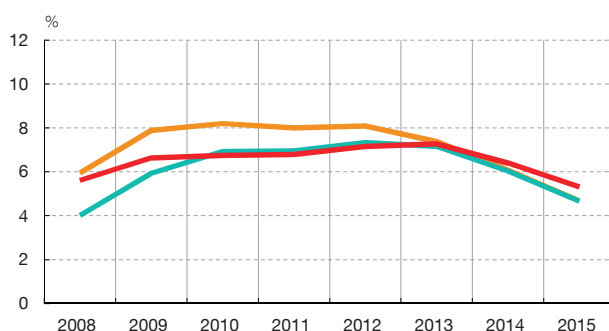
EMPRESAS CON LAS TRES RATIOS EN ZONA DE VULNERABILIDAD EN DOS PERÍODOS CONSECUTIVOS (a)

GRÁFICO 8

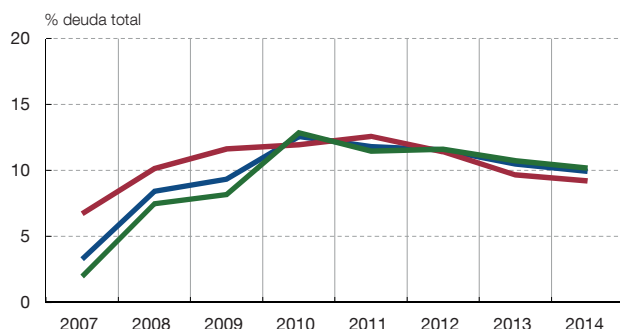
1 NÚMERO DE EMPRESAS. DESGLOSE POR TAMAÑO



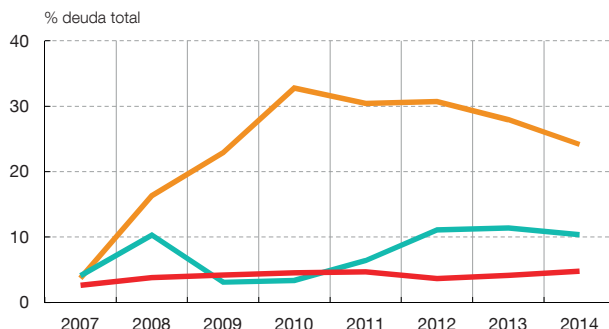
2 NÚMERO DE EMPRESAS. DESGLOSE POR SECTOR



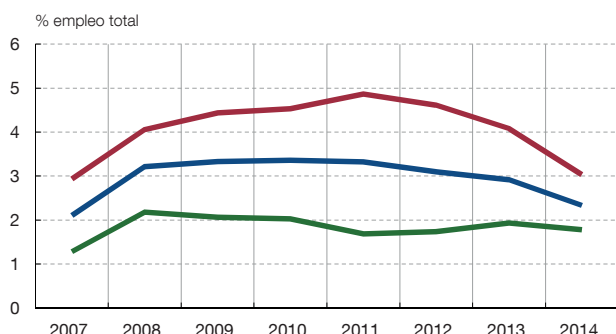
3 DEUDA. DESGLOSE POR TAMAÑO



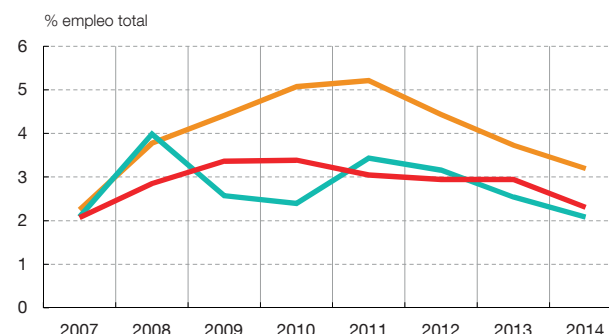
4 DEUDA. DESGLOSE POR SECTOR



5 EMPLEO. DESGLOSE POR TAMAÑO



6 EMPLEO. DESGLOSE POR SECTOR



— TOTAL CBI — PYMES (b) — GRANDES (b)

— CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS INMOBILIARIOS
— INDUSTRIA MANUFACTURERA
— OTROS SERVICIOS (c)

FUENTE: Banco de España.

- a Se entiende por empresas con las tres ratios en zona de vulnerabilidad aquellas con RCI menor que uno, ratio de recursos propios menor que 10 % y ratio de rentabilidad negativa. Se define RCI como $(\text{Resultado económico bruto} + \text{Ingresos financieros}) / \text{Gastos financieros}$; la ratio de recursos propios como $\text{Patrimonio neto} / \text{Activo total}$, y la ratio de rentabilidad como $(\text{Resultado ordinario neto} + \text{Gastos financieros}) / \text{Activo total medio}$. Se excluyen los *holdings*.
- b Definición de tamaños en línea con la Recomendación de la Comisión Europea (2003/361/CE).
- c Excluye servicios inmobiliarios y *holdings*.

en torno al 5 %, como ocurrió en el segmento de pymes y en las constructoras, en el año 2012, y descendiendo progresivamente en todos los casos hasta niveles que oscilaban entre el 2 % y el 3 % en 2015.

6 Conclusiones

En este artículo se ha analizado la evolución del grado de fragilidad financiera en el sector de sociedades no financieras españolas durante el período que va desde 2007 a 2015, a partir de indicadores de rentabilidad, capacidad de cobertura de los gastos financieros y solvencia. Dada la elevada heterogeneidad existente dentro de este sector, la visión agregada no es suficiente para recoger y evaluar adecuadamente la diversidad de situaciones existentes, y, por ello, el análisis de los datos micro ofrece importantes ventajas en comparación con el uso de cifras agregadas. A partir de esta información individual, se ha considerado que una empresa entra en zona de vulnerabilidad si presenta, en un ejercicio dado, rentabilidad negativa, su RCI es menor que uno, o su nivel de recursos propios es inferior al 10 %.

Los resultados obtenidos para los dos primeros indicadores (rentabilidad y RCI) evidencian un comportamiento muy vinculado al ciclo económico y, en consecuencia, se aprecia un aumento, durante la crisis, del número de empresas en situación de mayor fragilidad, incremento que fue más acusado en el segmento de pymes y en el sector de la construcción e inmobiliario. Durante la fase de recuperación económica, iniciada en 2013, se observó una progresiva reversión de esta tendencia, gracias fundamentalmente al mayor dinamismo de la actividad empresarial, aunque también contribuyó a ello el proceso de saneamiento del sector, con la desaparición de sociedades en situación más desfavorable. Como consecuencia de estos desarrollos, el número de empresas que se clasifican como potencialmente vulnerables, analizando aisladamente cada ejercicio, descendió hasta situarse en 2015 en porcentajes algo inferiores al 40 %, de acuerdo con la ratio de rentabilidad, y en torno al 20 %, según la RCI, valores que, no obstante, siguieron estando en general por encima de los niveles precrisis.

La proporción de la deuda total acumulada por estas empresas también fue descendiendo en los últimos años, situándose en 2015, para el conjunto de la muestra, entre el 20 % y el 25 % respecto al total de recursos ajenos del sector corporativo. En las pymes y, sobre todo, en la rama de la construcción, estos porcentajes eran más elevados, cercanos al 30 % y al 50 %, respectivamente, para ese mismo año. En cuanto al peso relativo del empleo de estas compañías, se observaron desarrollos similares, pero con valores siempre inferiores a los registrados en la deuda. Ello sugiere que las debilidades detectadas tienen mayores implicaciones en el ámbito de la vulnerabilidad financiera de la economía española que en el de la vulnerabilidad económica (y financiera indirecta) por riesgo de pérdida del empleo y consiguiente incumplimiento de los servicios de la deuda familiar. Por último, la ratio de recursos propios, de carácter más estructural, presentó una tendencia ascendente, como consecuencia tanto de los procesos de desendeudamiento empresarial, predominantes en este período, como también por la desaparición de compañías con un elevado endeudamiento que cesaron su actividad en estos años, de modo que la proporción de empresas con un nivel reducido de solvencia tendió a reducirse progresivamente.

Los resultados anteriores hay que tomarlos con cautela a la hora de estimar el grado de fragilidad actual del sector empresarial, por dos motivos. Por una parte, porque se basan en el año 2015, en el que la recuperación económica era todavía incipiente. En este sentido, cabría esperar que la consolidación de la mejoría económica registrada durante los dos años siguientes hubiera hecho que el grado de fragilidad hubiera continuado reduciéndose. Por otra, hay que tener en cuenta que los resultados anteriores están basados en un análisis estático. En este sentido, la evidencia proporcionada en este artículo revela

que, cuando se consideran situaciones en las que las empresas se mantienen en la zona de vulnerabilidad durante dos ejercicios consecutivos, las cifras obtenidas se reducen significativamente, aunque las tendencias son parecidas a las obtenidas al analizar cada ejercicio aisladamente. Así, la proporción de la deuda que concentran las empresas que se clasifican como potencialmente vulnerables utilizando la información de dos períodos consecutivos se situaba en 2015, para el total de la muestra, en porcentajes que oscilaban entre el 15 % y el 25 %, dependiendo de la ratio, mientras que, en términos de empleo, los valores eran inferiores, variando entre el 7 % y el 12 %.

Por último, se ha analizado también el número de compañías que presentaban una vulnerabilidad acusada (por existir una confluencia de resultados desfavorables en los tres indicadores al mismo tiempo, durante dos ejercicios consecutivos), encontrándose que en 2015 tan solo un 5 % de todas las empresas mostraban esta situación, siendo su peso en el empleo muy reducido (menos del 3 %), y en la deuda, moderado (10 %).