

Fedea Policy Papers - 2020/09

Informes del Grupo de Trabajo Mixto Covid-19

Por la Recuperación Financiera de las Empresas tras el COVID-19

Santiago Carbó (Cunef y Funcas), coordinador
Gonzalo de Cadenas (MAPFRE)
Juan Carlos Delrieu (AEB)
José Ramón Díez Guijarro (Bankia)
Ana Isabel Fernández (Cunef)
Germán López Espinosa (Universidad de Navarra)
Julio López Laborda (Universidad de Zaragoza y FEDEA)
Joaquín Maudos (Universidad de Valencia e IVIE)
Alicia Muñoz-Lombardía (Banco Santander)
Jorge Onrubia (Universidad Complutense y FEDEA)
Emilio Ontiveros (AFI)
Jorge Padilla (Compass Lexecon)
Rafael Repullo (CEMFI)
Francisco Rodríguez Fernández (Universidad de Granada y Funcas)
Sofía Rodríguez Rico (Banco Sabadell)
Ana Rubio González (BBVA)
Rocío Sánchez Barrios (AEB)
Javier Santillán (Economista)
Francisco Uría (KPMG)

fedea

Las opiniones recogidas en este documento son las de sus autores y no coinciden necesariamente con las de FEDEA.

Por la Recuperación Financiera de las Empresas tras el COVID-19

*Comisión sobre ayudas a empresas y autónomos del Grupo de Trabajo Mixto COVID-19**

Junio de 2020

Santiago Carbó (Cunef y Funcas), coordinador
Gonzalo de Cadenas (MAPFRE)
Juan Carlos Delrieu (AEB)
José Ramón Díez Guijarro (Bankia)
Ana Isabel Fernández (Cunef)
Germán López Espinosa (Universidad de Navarra)
Julio López Laborda (Universidad de Zaragoza y FEDEA)
Joaquín Maudos (Universidad de Valencia e IVIE)
Alicia Muñoz-Lombardía (Banco Santander)
Jorge Onrubia (Universidad Complutense y FEDEA)
Emilio Ontiveros (AFI)
Jorge Padilla (Compass Lexecon)
Rafael Repullo (CEMFI)
Francisco Rodríguez Fernández (Universidad de Granada y Funcas)
Sofía Rodríguez Rico (Banco Sabadell)
Ana Rubio González (BBVA)
Rocío Sánchez Barrios (AEB)
Javier Santillán (Economista)
Francisco Uría (KPMG)

* Este documento es fruto del trabajo del conjunto de la Comisión. Aunque se ha buscado el consenso siempre que ha sido posible, sus miembros no comparten necesariamente todas y cada una de sus conclusiones y/o propuestas.

1. Motivación

Uno de los objetivos fundamentales de las actuaciones de los gobiernos ante una pandemia como la del COVID-19 -al margen de las cuestiones puramente sanitarias, prioritarias en estos días- es cómo preservar la actividad económica para lo que es un factor esencial procurar la supervivencia de empresarios y autónomos. En particular, cuando se produce un confinamiento que implica una paralización de gran parte del tejido productivo. En el período marzo-mayo, se habían destruido 107.914 empresas. Las principales medidas desde la perspectiva financiera deben acotar dos grandes tipos de problemas, los de liquidez y los de solvencia. Considerar el uno sin el otro introduciría problemas de consistencia que hacen menos eficiente cualquier acción. En este punto, parece un hecho objetivo que la mayor parte de las medidas adoptadas hasta la fecha en España tienen que ver con la provisión de liquidez. Sin embargo, el impacto del COVID en la solvencia puede llegar a ser muy considerable, tanto por los ingresos que se han dejado de obtener como por las pérdidas empresariales en que incurrirán los propietarios con las consiguientes implicaciones sobre trabajadores, acreedores y administraciones públicas. En algunos casos, algunas empresas llegarán a un nivel de sobreendeudamiento (*debt overhang*) que dificultará o hará imposible su supervivencia, especialmente en el caso de las empresas más pequeñas, que son las predominantes en España.

Con las medidas de liquidez, que han sido las dominantes hasta la fecha, se puede actuar en dos direcciones. La primera, proporcionar un “puente” entre la situación pre-confinamiento y post-confinamiento para que el flujo de pagos entre empresas y la financiación de su circulante e inversiones no se paralice. La segunda -en conexión con la solvencia- reducir los riesgos aparejados a la ausencia de actividad, tanto de naturaleza financiera como laborales y de confianza. La comisión que, en este grupo de trabajo, se encarga de analizar las medidas de apoyo a empresas, con especial atención a líneas de crédito y garantías públicas, se ha centrado en cuatro dimensiones para el análisis:

- Qué medidas se han adoptado en España, y su comparación con las adoptadas en otros países (epígrafe 2).
- El apoyo de las instituciones de la Unión Europea (UE) y las restricciones fiscales (epígrafe 3).
- La suficiencia y eficiencia en la implementación de las medidas establecidas (epígrafe 4).
- Un catálogo de recomendaciones, enfocadas tanto a las medidas más urgentes como a las que pueden ayudar a fortalecer financieramente a las empresas españolas en el futuro (epígrafe 5).

2. Medidas de apoyo financiero a escala internacional y en España

Diferentes sistemas de seguimiento de ayudas públicas y privadas a escala internacional sitúan la intensidad de las medidas de financiación empresarial articuladas en España en una posición modesta¹ en cuanto a número y recursos de medidas

¹ Véase el COVID-19 Financial Response Tracker Visualization (CFRTV) de la Yale School of Management (<https://som.yale.edu/faculty-research-centers/centers-initiatives/program-on-financial->

financieras adoptadas y posibilidades de uso contingente y en lo que respecta a garantías públicas, lo que está condicionado por su menor capacidad fiscal. Tal vez la referencia más clara es Estados Unidos, como lo fue en la crisis anterior. La administración norteamericana lanzó un programa de avales para pymes de hasta 660.000 millones de dólares (3,1% PIB) y préstamos directos y garantías para los sectores más afectados de hasta 500.000 millones (2,3% PIB), de los cuales 450.000 millones de dólares se destinan a respaldar los programas de créditos de la Fed. En Europa, destaca Alemania, con un programa de avales de 950.000 millones de euros (28% PIB) y apoyo directo a pymes de hasta 50.000 millones de euros. En Francia, los avales y préstamos suman 300.000 millones de euros (12,5% PIB) y, en Italia, un programa de garantías de hasta 850.000 millones de euros (34% PIB). En España, se ha lanzado una línea de avales por importe máximo de 100.000 millones de euros (8% PIB) para la cobertura de la financiación otorgada por entidades financieras a empresas y autónomos. En cuanto a las ayudas directas a pymes y autónomos (transferencias), en España se sitúan en solo un 0,3% del PIB, muy por debajo de otros países europeos (Alemania, donde alcanzan un 1,9% del PIB, Francia 1%, Reino Unido 1,2%, Dinamarca 1,6%, Holanda 0,7%), o de Estados Unidos.

En buena parte, las diferencias entre los países analizados guardan sobre todo relación con el distinto margen de política fiscal con que contaba cada uno de ellos al comienzo de la crisis, quizá con la única excepción de Italia que, a pesar de presentar altos niveles de déficit y deuda pública con anterioridad a la pandemia, ha establecido programas de financiación a las empresas y autónomos -y de apoyo a la exportación- que pueden calificarse como “ambiciosos”, lo que puede introducir una incertidumbre adicional a medio plazo. Esta posición transalpina contrasta con la española que ha sido, hasta ahora, de bastante más cautela, aunque se debería evaluar si cuando llegue la confirmación de nuevos recursos fiscales desde la Unión Europea, y aprovechando el cierto “momentum” comunitario favorable, deberían plantearse de manera más decidida medidas de apoyo directo a las empresas. Todo ello, dentro de un marco de actuación contundente pero también temporal y consciente de las implicaciones fiscales a medio y largo plazo. Y con una vigilancia de los riesgos de crédito que la nueva financiación pueda generar.

En todo caso, no toda la ayuda financiera se establece a través de préstamos y garantías. También son importantes otras medidas: las moratorias a préstamos hipotecarios y no hipotecarios (sin coste para las Administraciones Públicas), la inversión pública participativa, el diferimiento de impuestos o las ayudas directas. La diferencia fundamental en Europa la marca Alemania, con programas de inversión directa participativa y ayudas directas a pymes y autónomos, aunque estas últimas son también cuantiosas en varios países europeos. También se encuentran diferencias en el porcentaje de riesgo asumido a través de avales públicos ya que en algunos Estados la Administración ha llegado a asumir la totalidad del riesgo (100% en Alemania), en otros, como España, el porcentaje de asunción de riesgos es más limitado (80%, 70% o 60%, según los casos) aunque esta orientación pueda considerarse razonable como medio de asegurar una gestión prudente del riesgo por parte de las entidades de crédito,

[stability/covid-19-tracker](https://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/index_en.html)) o el State Aid Scoreboard de la Comisión Europea (https://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/index_en.html)

necesaria para preservar sus adecuados niveles de solvencia actual. En el apéndice de esta nota se muestran las medidas de liquidez y solvencia (Cuadro 1) en cuatro casos representativos (España, Francia, Alemania e Italia) y las ayudas directas a pymes y autónomos, así como una comparación de ayudas directas a pymes y autónomos (Cuadro 2).

La comparación con los países europeos -con diferente incidencia temporal e intensidad del COVID-19 y heterogénea capacidad fiscal- invita a varias reflexiones. Por un lado, es muy importante distinguir entre medidas encaminadas a paliar problemas de liquidez y las orientadas hacia los problemas de solvencia. La mayoría de las garantías y préstamos ofrecen un recurso de liquidez para que las empresas puedan seguir afrontando sus pagos y diferir en el tiempo las pérdidas incurridas por ausencia de ingresos. Sin embargo, casos como el de Alemania ilustran la capacidad de colaboración público-privada mediante medidas dirigidas a reforzar la solvencia de las empresas, cualquiera que sea su tamaño.

Por otro lado, aunque no directamente orientadas a las empresas -pero cruciales para preservar el equilibrio financiero del sector privado- las medidas de moratoria en España, tanto la establecida por ley como la enmarcada bajo acuerdos sectoriales de los bancos, se han centrado en los colectivos más afectados por la crisis y pretenden dar margen financiero para poder pagar esos créditos más cómodamente a futuro. En este sentido la moratoria legal de 3 meses establecida por el gobierno, centrada en los colectivos más desfavorecidos, ha sido ampliada por el sector bancario mediante una moratoria sectorial que permite aplazamientos del pago del principal de hasta 12 meses en el caso de los créditos hipotecarios y de hasta 6 meses en los de consumo, a un colectivo algo más amplio de individuos endeudados y afectados por la situación económica.

El tratamiento legal, contable y prudencial de las moratorias sectoriales debía aproximarse al de las moratorias legales, en la línea marcada por las Directrices publicadas por la Autoridad Bancaria Europea el 2 de abril de este año, dotándolas de la imprescindible seguridad jurídica para facilitar su máxima utilización. En este sentido, debe valorarse positivamente lo establecido en el reciente Real Decreto-ley 19/2020, pendiente de convalidación parlamentaria al tiempo de concluirse este documento, pero que da un paso efectivo en la dirección apuntada, resolviendo, entre otros, el problema de la coordinación entre el marco normativo de las moratorias y la aplicación de la Ley de Contratos de Crédito Inmobiliario.

Otro aspecto esencial son las financiaciones participativas. Ganan sentido -el caso alemán lo ilustra- financiaciones público-privadas, que implican tanto crédito avalado como participación en el capital empresarial. Sin olvidar que el acceso a algunos programas de financiación públicos extraordinarios es solo posible sujeto a unos umbrales mínimos de solvencia, que cubran riesgos y eviten quiebras. La UE ha autorizado un Marco Transitorio para las ayudas de Estado, que permite reforzar temporalmente la solvencia de las empresas que lo soliciten, quizás no con el suficiente escrutinio sobre las posibles consecuencias asimétricas futuras, que podrían favorecer a determinados países al situar a sus empresas en una posición competitiva más beneficiosa.

En los esquemas de colaboración público-privada, las entidades bancarias se presentan ante esta crisis como los principales actores, con posibilidades de financiar y aliviar la presión que ejerce el COVID-19 sobre empresas y hogares. Al comienzo de la crisis sanitaria, las entidades financieras españolas contaban con una posición de solvencia y un perfil de riesgo mucho más cómodos que en los albores de la crisis financiera de 2008, gracias al reforzamiento de sus recursos propios (que el Banco de España sitúa en un incremento aproximado del treinta por ciento), su liquidez y también en la relevante disminución de la presencia de activos *non-performing* (NPLs) en sus balances.

También es importante reseñar, en este sentido, que los bancos españoles han considerado la importancia de adelantar las pérdidas asumidas por el coronavirus en sus cuentas. Se trata de una estrategia que permite afrontar esta crisis desde un punto de partida realista y con un adecuado colchón para pérdidas.

Finalmente, cabe destacar las decisiones adoptadas por las autoridades supervisoras europeas, nacionales e internacionales que, en líneas generales han buscado facilitar el uso de la flexibilidad ya recogida en el marco de regulación y supervisión bancaria, a fin de permitir que los bancos dispongan de más recursos para poder dar crédito a la economía. Destacan aquellas que aclaran e incentivan el uso de los colchones de capital y de liquidez construidos por las entidades en los últimos años para poder conceder más crédito. También las clarificaciones que han ofrecido el BCE, la EBA y la ESMA para distinguir adecuadamente entre los problemas temporales de liquidez de las empresas y los de solvencia. Se trata, en general, de evitar una clasificación automática de las operaciones como dudosas no morosas, con especial foco en aquellos créditos con garantía pública o beneficiados por moratorias legales o sectoriales. Otras medidas han estado orientadas a relajar la presión supervisora sobre las entidades, de forma que aquellas actividades supervisoras consideradas no esenciales, se han aplazado para dar prioridad a aquellas orientadas a la gestión de la crisis.²

3. El papel de las instituciones europeas, la competencia y las restricciones fiscales

La Unión Europea ha permitido, por un lado, una cierta flexibilización de las normas de control fiscal y, por otro (no sin dificultades políticas que aún persisten), que se aprueben varios paquetes de ayuda financiera. En cuanto a las medidas para paliar los efectos del COVID-19 de la UE, el Eurogrupo aprobó el 10 de abril un paquete de medidas de 500.000 millones de euros. En materia de financiación empresarial, junto a otras medidas, se movilizarán 200.000 millones del Banco Europeo de Inversiones (BEI) en forma de garantías para pequeñas y medianas empresas. Las empresas españolas que puedan solicitar esos créditos deberían ser proactivas para tener acceso a los mismos por lo que, dado su reducido tamaño medio, sería necesario crear un sistema de asesoramiento público. En todo caso, estos créditos no estarán operativos, previsiblemente, hasta septiembre. También será importante que el Estado implemente

² Sobre flexibilización de los requerimientos de solvencia a escala internacional véase Borio, C. y F. Restoy (2020), Reflections on regulatory responses to the COVID-19 pandemic. Financial Stability Institute Briefs n1. <https://www.bis.org/fsi/fsibriefs1.htm>

de manera ágil aquellas plataformas que puedan ser útiles para permitir a las empresas beneficiarse con mayor agilidad de estas medidas de apoyo a la inversión privada. De otro modo, puede producirse una desventaja en concurrencia respecto a otros países que tengan un mayor historial en el uso de algunos de estos instrumentos, como por ejemplo los relacionados con la recapitalización (como Francia en el caso de la automoción). Tanto en las recomendaciones de la UE a España sobre ayudas para el COVID-19 como en los objetivos de las articuladas por el BEI, se aprecia que tendrán más posibilidades de financiación las que se centren en digitalización y sostenibilidad ambiental. Una posibilidad podría ser que el gobierno adelantase alguna de las ayudas del BEI en España, para que su efecto sea más inmediato.

Un aspecto esencial de todos los fondos orientados a reconstrucción, aun cuando sean de más largo plazo, es que producen un efecto colateral de corto plazo de extraordinaria importancia, al proporcionar calma a los mercados sobre la dimensión del apoyo comunitario y reducir, de este modo, el coste de la deuda soberana (por extensión, también de la empresarial).

En la disposición de las distintas medidas financieras en España y otros países de su entorno se percibe inevitablemente el problema de restricción presupuestaria que imponen las desviaciones acumuladas en déficit y deuda. En este punto, una acción contundente y unida de la UE es fundamental. También porque, como se ha puesto de manifiesto en este documento, existen ayudas públicas desiguales de los estados miembros que no garantizan un *level playing field* en términos de competencia³. Asimismo, algunas ayudas como las que se están estructurando en el llamado Fondo de Recuperación de la UE pueden tardar en llegar, aunque pueden tener efectos reequilibradores en el medio plazo. En todo caso, hasta la fecha, la acción del BCE (ampliada en varias ocasiones) ha permitido frenar algunas tensiones puntuales que podrían haber causado aumentos significativos de las primas de riesgo.

4. Análisis de suficiencia y efectividad

Aunque las raíces de la crisis financiera y la del COVID-19 son distintas, existe cierto consenso en convenir la relevancia que pueden tener medidas públicas y privadas suficientemente contundentes y rápidas. Entre otras cuestiones, porque la experiencia dicta que el peso de las restricciones fiscales aumenta con el paso del tiempo. De nuevo puede tomarse el caso estadounidense como referencia. Tal vez la gran pregunta es hasta qué punto es conveniente ser flexible con las medidas financieras. Algunos análisis sugieren que lo más importante es que las ayudas estén amplia y urgentemente disponibles, sin imponer criterios excesivamente exigentes, pero tratando de orientarse hacia las empresas viables afectadas por la pandemia. En sentido último, sobre todo dependiendo de la duración de la pandemia y posibles rebrotes (si las condiciones empeoran) se va reduciendo progresivamente el número de empresas que acceden a la

³ Se ha estimado que estas diferencias en ayudas públicas se trasladan en impulsos fiscales muy desiguales a las empresas en los estados miembros de la UE. Véase, por ejemplo, <https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/>

financiación en los siguientes tramos, y, de ser necesario, podría ser necesario priorizar las empresas en función de su viabilidad⁴.

El programa de avales bancarios empleados en estos meses de pandemia supone prácticamente un tercio de todas las operaciones que se concedieron en 2019 a empresas, que alcanzaron los 348.380 millones de euros. La evidencia anecdótica sobre el avance de este programa de avales públicos sugiere que, dada la incertidumbre económica actual, lo importante es la flexibilidad, de modo que si se agotan puedan extenderse en importe y en el tiempo. Las previsiones actuales apuntan a que podrían ser también necesarios durante 2021. De hecho, hasta la fecha se han activado los cinco tramos de la línea de avales en España⁵. Con información a 1 de junio, se han concedido 35.284 millones de euros a pymes y autónomos y 12.965 millones de euros a otras empresas. El importe total financiado con y sin garantía pública asciende a 63.144 millones de euros. En abril y mayo de 2019, en una situación más normalizada, se habían concedido 57.184 millones de euros, lo que sugiere que la acción conjunta de entidades financieras e ICO está dando, por sí sola, un flujo de financiación por encima de lo normal.⁶ Es importante insistir que a pesar de la importancia cuantitativa de las medidas, la restricción de sobreendeudamiento (*debt overhang*) de la que partían muchas empresas pone a un porcentaje importante de las mismas en situación muy delicada y genera el problema de delimitar cómo absorber y distribuir las pérdidas.

Las medidas financieras aprobadas por el gobierno español y las autoridades europeas constituyen un esfuerzo no despreciable por paliar los problemas de liquidez y capital empresariales causadas por el COVID-19. Sin embargo, consideradas en su conjunto -o en comparación con las adoptadas en otras jurisdicciones, como Estados Unidos- se aprecian insuficiencias para cubrir las posibles demandas de financiación.

Asimismo, en comparación con otros países europeos -y aun estando todos en línea con las recomendaciones de la Comisión Europea- se observa también una mayor exigencia en España en los criterios de elegibilidad para acceder a los programas de avales,⁷ y la limitación de las ayudas directas a pymes y autónomos frente al caso de otros países (ver Cuadro 2).

⁴ Sobre estas reflexiones, véase el webinar de Stein, J. (2020), An Evaluation of the Fed-Treasury Credit Programs. https://bcf.princeton.edu/event-directory/covid19_15/

⁵ El 16 de junio se activó el quinto y último tramo de la Línea de Avales para empresas y autónomos por un importe de 15.500 millones de euros y con prioridad para autónomos y pymes, y empresas de los sectores de turismo y automoción.

⁶ Al respecto de la aplicación de los tramos de avales, véanse las notas bancarias de AFi Research: <https://www.afi-research.es/InfoR/secciones/1612907/Notas-bancarias.html> y Carbó, S. y F. Rodríguez (2020), Ayudas a la financiación ante el COVID -19: marco temporal y suficiencia, Cuadernos de Información Económica 276, 13-31. https://www.funcas.es/publicaciones_new/Sumario.aspx?IdRef=3-06276

⁷ En el caso español, en lo que respecta más específicamente a la colaboración público-privada para la financiación, las empresas receptoras de financiación avalada por el ICO no pueden figurar en situación de morosidad a 31/12/2019 en la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), no pueden estar sujetas a un procedimiento concursal a fecha de 17/3/2020 y no pueden encontrarse en situación de crisis a 31/12/2019. La condición de que no se esté en morosidad en la CIRBE supone una restricción mayor a la elegibilidad que en otros países. Por ejemplo en Francia donde no existe esta condición. Según datos proporcionados a esta Comisión, el 71,75% de las empresas no elegibles para obtener financiación bancaria con los avales del ICO ha sido por aparecer en situación de morosidad a

5. Recomendaciones

De lo expuesto anteriormente se deducen algunas recomendaciones para paliar los efectos económicos y sociales de la pandemia y sentar las bases de una recuperación rápida y un crecimiento sostenido. Las medidas propuestas pretenden abarcar tanto acciones inmediatas como más de medio y largo plazo:

a) Dada la incertidumbre económica actual, parece esencial la **flexibilidad de los programas de avales, de modo que si se agotan puedan extenderse en importe y en el tiempo**. De lo contrario, es probable que sean insuficientes. Las previsiones actuales apuntan a que podrían ser también necesarios extender los programas durante 2021. En todos los casos, financiación orientada a resolver problemas financieros aparejados al Covid-19, donde la eficiencia y buen uso de los participantes privados en esta financiación jugarán también un papel determinante. La demanda que están recibiendo las entidades financieras es muy elevada, por lo que ampliar el programa, bajo estos puestos, parece conveniente. También parece necesario simplificar los trámites para la concesión. Y, para monitorizar el alcance de estos programas y comprobar su demanda, sería útil contar con indicadores que estimen la financiación efectiva que están recibiendo las empresas, identificando umbrales que supongan una reducción efectiva de las restricciones de acceso.

b) **El papel de la administración pública puede ser central tanto en el ámbito de la cadena de pagos de la economía como adoptando una mayor flexibilidad en su papel como acreedor privilegiado⁸**. En este punto, dada la relevancia de reducir los impagos, las administraciones públicas deberían ser las primeras en cumplir con los plazos de pago establecidos legalmente (algo que, en conjunto, no sucede) e, incluso, acortarlos, evitando así el cierre de empresas afectadas por esta situación.

c) En situaciones como la actual, sería asimismo importante evitar que empresas económicamente viables sean liquidadas. Para ello **sería deseable facilitar la reestructuración de su deuda, limitando los privilegios de las administraciones públicas, incluida la Seguridad Social, y los vetos de los acreedores senior**. La reestructuración de la deuda con los bancos podría facilitarse mediante quitas tanto de deudas fiscales como a la Seguridad Social.

d) **Parece conveniente que, como se ha hecho con el recientemente aprobado Real Decreto-ley 19/2020, se dote a las moratorias sectoriales de un marco jurídico seguro y previsible**, que permita su máxima utilización, en beneficio de hogares, empresas y autónomos y determinarse sus requisitos con toda exactitud a tiempo para que los bancos puedan concederlas en un marco de seguridad jurídica. Parece

31/12/2019 en la CIRBE, el 28,10% por estar en procesos concursales y el 0,15% por estar simultáneamente en ambas situaciones.

⁸ El nivel de retraso de pagos por parte de las Administraciones Públicas es considerable en algunos casos. Asimismo, las obligaciones pendientes de pago del sector público con el sector privado superaban los 81.500 millones de euros a cierre de 2019, montante equivalente al 6,6% del PIB.

recomendable, asimismo, una extensión del plazo de la flexibilización de la normativa prudencial establecido en la Guía de la Autoridad Bancaria Europea, vigente, en principio, solo para las moratorias otorgadas hasta el 30 de junio, lo que podría dejar fuera operaciones posteriores, que con alta probabilidad pueden surgir en los próximos meses.

e) Parece, asimismo, necesario **articular esquemas de apoyo a la solvencia empresarial (inversiones participativas público-privadas en el capital de carácter estrictamente temporal)**. A escala europea, los apoyos de otros gobiernos a la liquidez y solvencia de sus empresas son significativamente más ambiciosos y cuantiosos que en España. Estos países parecen más decididos a acometer esos mayores apoyos probablemente por una mejor situación de sus finanzas públicas y probablemente por una mayor confianza de la sociedad en sus instituciones⁹. Esto crea un marco competitivo y de recuperación económica desigual.¹⁰ Las formas de participación, en todo caso, pueden tener una incidencia relativa dependiendo de su modalidad. El de las participaciones preferentes puede ser un modelo particularmente adecuado en determinados contextos. En todo caso, suelen beneficiar normalmente a las grandes empresas. Por ello, también podría ser una alternativa replantear el tratamiento fiscal de la capitalización empresarial, en general, con independencia de la dimensión de la empresa. Es conveniente insistir en la importancia de la temporalidad de este tipo de medidas, así como en la adecuada interlocución con las autoridades comunitarias para tratar de no desvirtuar la competencia empresarial por diferencias acusadas de ayudas públicas en los estados miembros.

f) Relacionado con el aspecto anterior, la pandemia ha vuelto a poner de manifiesto un cierto nivel de infracapitalización de las pymes españolas. No es sencillo arbitrar una solución a corto plazo pero sería conveniente profundizar en **la reforma de los mercados de renta fija, en particular para favorecer el acceso de empresas de dimensión media**.¹¹.

g) También debería explorarse, pensando en el medio plazo, **el desarrollo de mercados de renta variable para las pymes españolas, que contribuiría a fortalecer su estructura de capital y reducir su vulnerabilidad ante futuras crisis**, facilitando el aumento de su tamaño medio y de su productividad. Sería deseable que este marco pudiera beneficiarse del imprescindible nuevo impulso que la Unión Europea habría de

⁹ A pesar de las concesiones en materia de margen fiscal, la preocupación sobre la consolidación presupuestaria se sigue apreciando en las recomendaciones de la Comisión Europea a España sobre medidas económicas en relación al COVID-19: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_20_901

¹⁰ En relación con la revisión de las políticas de competencia en el marco del Covid-19 en la UE y sus implicaciones, véase Padilla, J. y N. Petit (2020), “Competition policy and the Covid-19 opportunity” Concurrences N° 2-2020. www.concurrences.com

¹¹ No existe un consenso entre los miembros de la Comisión que ha elaborado este informe respecto a cómo y cuándo favorecer estos cambios en el mercado de renta fija y si es una prioridad para afrontar el Covid-19, aunque se coincide en que una estructura más sólida y con condiciones de acceso más amplia podría ayudar a afrontar en mejores condiciones posibles nuevos shocks de financiación empresarial.

dar a la Unión del Mercado de Capitales, especialmente una vez que el Brexit despliegue completamente sus efectos.

h) Los autónomos y empresas de tamaño más reducido están muy fuera de la órbita de planes que les permitan reestructurar su deuda (aunque muchos de los problemas de endeudamiento se encuentran en la cadena de oferta, frente a proveedores). En muchos casos, bastaría con extender los plazos de su deuda más perentoria, pero no tienen esa posibilidad. En otros países se ha hecho, en el pasado, **titulizando préstamos y deuda a corto plazo de estas empresas, con participación bancaria y alguna garantía pública**¹². Esta posibilidad puede tardar en articularse en España -y es complicada su puesta en marcha en momentos de tanta incertidumbre- pero contar con ella para posibles problemas contingentes en el futuro puede ser importante. Como reemplazo temporal, podrían también extenderse las ayudas directas (en lugar de financiación), a pesar de la restricción fiscal, basadas en criterios de compromiso de supervivencia y de productividad.

i) Teniendo en cuenta las limitaciones de las empresas para el acceso a la financiación, consecuencia del establecimiento de condiciones adicionales para su elegibilidad, y con el objetivo de que se destruya el menor capital físico y humano en España, sería interesante que existiera la **posibilidad adicional de que el Estado avalara préstamos para posibles procesos de consolidación empresarial**. Así, las empresas tendrían la seguridad de que estos procesos le permitirían acceder a la financiación necesaria para mantener un determinado nivel de empleo y de capital circulante de las empresas adquiridas y no se generaría la incertidumbre de no saber si después del proceso se recibiría la necesaria financiación que garantizara la supervivencia de la nueva entidad combinada. La financiación iría destinada a facilitar el proceso de consolidación que pudiera tener, incluso, un efecto positivo sobre la calificación crediticia de la entidad resultante. Además, sería importante que no hubiera peaje fiscal por los fondos de comercio negativos generados, en su caso¹³.

j) Para que las entidades bancarias puedan abordar con mayor agilidad necesidades adicionales de financiación de autónomos y pymes, sería conveniente que **las autoridades supervisoras abundan en el ajuste de la regulación prudencial**,¹⁴ incluyendo normas que amortigüen la reducción de valor de los inmuebles por COVID-19 y que faciliten las titulizaciones que impliquen transferencia de riesgo fuera de balance. Finalmente, sería también importante, en el ámbito europeo, realizar un ejercicio de revisión de la prociclicidad de la normativa prudencial, así como de

¹² En este punto tampoco existe consenso entre los miembros de la Comisión sobre las posibilidades reales de afrontar este tipo de titulizaciones a corto plazo o sobre quién debe impulsarlas, con un posible papel a escala europea para el BCE.

¹³ Sobre propuestas de consolidación y viabilidad empresarial, véase también Padilla, J. y N. Petit “Dealing with Zombie firms. Should mergers be a no-no?”, mimeo.

¹⁴ No existe, en todo caso, un consenso sobre todas las posibles implicaciones de esa adecuación de la normativa de solvencia entre los miembros de la Comisión. Entre las propuestas sin consenso, figuran la reducción de los coeficientes aplicados a financiación de pymes y de los relacionados con la inversión en activos intangibles.

flexibilización en los requerimientos relacionados con la normativa sobre resolución bancaria, similar al que se ha realizado en el ámbito prudencial (y que podría afectar, por ejemplo, a los requerimientos MREL para este año o el calendario de aportaciones al Fondo de Resolución).

Apéndice.

Cuadro 1. Ayudas financieras en España, Francia, Alemania e Italia

	España	Francia	Alemania	Italia
Moratoria hipotecaria	Sí, por ley	No, pero existen iniciativas privadas a instancias del Banco de Francia	No	Sí, por ley
Inversión pública participativa	No	No	Sí, con 100.000 millones para recapitalización directa	No
Garantías públicas para crédito privado	Sí, hasta 100.000 millones a través del ICO (con previsión de que las entidades financieras aporten hasta otros 100.000 millones en crédito)	Sí, hasta 300.000 millones, a través del vehículo público BpiFrance	Sí, hasta 950.000 millones, en parte a través del vehículo público KfW	Sí, hasta un máximo de 5 millones por empresa hasta un total de 850.000 millones de euros
Porcentaje de pérdida cubierto por los avales	Hasta el 80% para pymes y autónomos y hasta el 60-70% para otras empresas	70%, 80% o 90% dependiendo del volumen de ventas	80%-90%, en casos limitados al 100%	Del 70% al 90%. En casos limitados, al 100%
Aplazamiento de impuestos	Sí	Sí	Sí, y relajación de leyes de insolvencia	Sí
Esquemas de apoyo directo de empresas	Sí	Sí	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia a partir de información de entes públicos nacionales, del Banco Central Europeo de la Comisión Europea y Bruegel Datasets.

Nota: el cuadro no excluye medidas de cobertura de desempleo u otras de carácter social que también pueden suponer un importante alivio financiero empresarial y familiar.

Cuadro 2. Medidas de impulso fiscal y ayudas directas a pymes y autónomos

	Medidas de impulso fiscal inmediato (% del PIB)	De ellas: Ayudas directas a Pymes y autónomos (% del PIB)
España	2,3	0,3
Bélgica	0,7	0,4
Dinamarca	2,1	1,6
Francia	2,4	1
Alemania	10,1	1,9
Italia (*)	0,9	0,6
Holanda	3,7	0,7
Reino Unido	4,8	1,2
EEUU	9,1	1,7

(*)En Italia el grueso de las ayudas se centra en las garantías: 29,8% del PIB, de las cuales 100.000 Millones para Pymes más 200.000 millones de ayudas a exportación.

Fuente: Elaboración propia a partir de Bruegel Datasets