

Informe económico-financiero de la empresa vasca

Díaz, Ana Carmen
Gil de San Vicente, Ibon
Murciego, Asier
Sisti, Eduardo
Vivanco, Dolores

Diciembre de 2016

Este Informe es parte de un proyecto de Orkestra que se desarrolla con el apoyo y financiación del Gobierno Vasco, y que ha contado con la colaboración de Elkargi.

Los autores del Informe expresan su agradecimiento a Jorge Aranzabe, Yolanda Beldarrain, David Coca, Felipe Flamarique, José Ramón Gorrochategui, Manuel Ángel Guzmán, Mikel Navarro, María Jesús Nuñez, Marco Pineda, Marta Prieto, Fernando Ramírez y Patxi Sorrondegi.

Tabla de contenido

Lista de figuras	2
Lista de cuadros	3
1 INTRODUCCIÓN.....	4
2 CONTEXTO, SITUACIÓN ACTUAL Y DIAGNÓSTICO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL	6
2.1 Contexto	6
2.2 Situación actual	7
2.3 Diagnóstico.....	9
3 NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL	13
3.1 Introducción.....	13
3.2 Tipos de financiación	14
3.2.1 Capital	15
3.2.2 Deuda.....	18
3.3 Diversificación de proveedores financieros.....	22
3.4 Conclusiones	24
4 ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO	27
4.1 Introducción	27
4.2 Metodología.....	28
4.3 Análisis de los balances empresariales	30
4.4 Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias.....	34
4.5 Análisis de la rentabilidad	37
4.6 Análisis del endeudamiento empresarial.....	39
4.7 Conclusiones	41
5 ANÁLISIS DE RIESGO DE LA EMPRESA VASCA	46
5.1 Introducción	46
5.2 Literatura	48
5.3 Metodología y datos	50
5.4 Resultados	51
5.4.1 Descripción de la muestra	51
5.4.2 Resultados generales del modelo de calificación.....	53
5.4.3 Resultados por categorías de <i>rating</i>	54
5.4.4 Vulnerabilidad financiera	57
5.5 Conclusiones	60
6 CONCLUSIONES.....	64

Lista de figuras

Figura 2-1: % de empresas que consideran la financiación un problema.....	6
Figura 2-2: Variación anual de la concesión de préstamos bancarios al sector privado	7
Figura 2-3: Evolución de la financiación en España.....	8
Figura 2-4: Distribución de la financiación empresarial por sectores.....	9
Figura 2-5: Principales fuentes de financiación de pymes.....	10
Figura 3-1: Evolución de los tipos de financiación.....	14
Figura 3-2: Evolución de la financiación y emisiones del MAB.....	17
Figura 3-3: Alternativas de financiación	19
Figura 3-4: Importancia de la deuda con entidades financieras por tamaño en España (% del activo).....	23
Figura 5-1: Evolución de las empresas concursadas. España y País Vasco.....	47
Figura 5-2: Esquema del desarrollo del modelo de clasificación	50
Figura 5-3: % de empresas por sector. España y País Vasco (2014)	52
Figura 5-4: Relación entre puntuación, riesgo de crédito y situación financiera	53
Figura 5-5: Situación y tendencia por tamaño/sector. España y País Vasco (2014)....	54
Figura 5-6: Categorización de la situación financiera	55
Figura 5-7: Distribución de empresas por categorías. País Vasco	55
Figura 5-8: Distribución de empresas por categorías y tamaño. País Vasco (2014)....	56
Figura 5-9: Distribución de empresas por categorías y sectores. País Vasco (2014) ..	57
Figura 5-10: Indicador de vulnerabilidad financiera	57
Figura 5-11: Empresas en situación de vulnerabilidad por CC. AA. (2014)	58
Figura 5-12: Empresas en situación de vulnerabilidad. País Vasco (2014)	59
Figura 5-13: Empresas en situación de vulnerabilidad por tamaño. País Vasco (2014)	59
Figura 5-14: Empresas en situación de vulnerabilidad por sector. País Vasco (2014)	60

Lista de cuadros

Cuadro 4-1: Composición de los activos y pasivos (total de activo = 100)	31
Cuadro 4-2: Composición de los activos y pasivos (total de activo = 100)	32
Cuadro 4-3: Cuenta de resultados de los sectores empresariales (cifra de negocios = 100)	34
Cuadro 4-4: Cuenta de resultados de los sectores empresariales (cifra de negocios = 100)	36
Cuadro 4-5: Indicadores de rentabilidad de los sectores empresariales (%)	37
Cuadro 4-6: Indicadores de rentabilidad de los sectores empresariales (%)	38
Cuadro 4-7: Indicadores para el análisis del endeudamiento de los sectores empresariales	39
Cuadro 4-8: Indicadores para el análisis del endeudamiento de los sectores empresariales	41
Cuadro 5-1: Descripción de la muestra. España y País Vasco (2014)	52
Cuadro 5-2: Valores medios. España y País Vasco (2014).....	53

1 INTRODUCCIÓN

La magnitud y severidad de la reciente crisis financiera, que experimentó su mayor intensidad entre 2008 y 2012, ha repercutido profundamente en las bases de la estructura económica europea. Además del impacto de la crisis en el bienestar de los ciudadanos, una de sus consecuencias más significativas se manifestaron en la capacidad de financiación de las empresas, que vieron cómo sus canales tradicionales de financiación se restringieron. Estas restricciones fueron más severas en las empresas medianas y pequeñas, que tienen una menor diversificación de canales o proveedores de financiación.

Las políticas del Banco Central Europeo (BCE), que han supuesto una gran inyección de liquidez al sistema, han posibilitado paliar dichas restricciones. De acuerdo con los datos de la encuesta SAFE¹, el número de empresas que considera la financiación como un obstáculo para su actividad se ha visto reducida, aunque continúa siendo uno de los factores negativos más importantes. No obstante, las restricciones de financiación son un problema de recurrencia periódica y especialmente crítico para las pequeñas y medianas empresas (pymes) por su mayor exposición a este. Por ello, es necesario complementar y mejorar el funcionamiento de las estrategias de financiación mediante la generación de una cultura financiera más sofisticada, la homogeneización de la información disponible y la diversificación de proveedores financieros.

Ante este escenario, se ha considerado oportuno analizar las condiciones de financiación de las empresas, los principales instrumentos financieros disponibles actualmente y su situación financiera.

Para conocer mejor la situación financiera de las empresas se han abordado dos tipos de análisis. El análisis económico-financiero permite indagar en los estados contables de las empresas, establecer indicadores de medición de su desempeño durante la crisis e inferir su evolución futura. En este sentido, la evaluación de la condición económica y financiera de las empresas vascas tiene un antecedente importante en el estudio *Análisis económico-financiero comparado de la empresa vasca* (Navarro, 2015)², que ha permitido comparar y posicionar las condiciones de rentabilidad, endeudamiento y riesgo desde una perspectiva territorial. A pesar de las limitaciones en cuanto a disponibilidad de datos de las empresas a nivel regional, un aporte fundamental de dicho estudio es la elaboración de metodología de comparación “indirecta” que combina diversas fuentes compatibles para la evaluación del desempeño a escala territorial.

Una de las recomendaciones cruciales del estudio antes mencionado enfatizaba la necesidad de profundizar en el análisis de la exposición al riesgo de la empresa vasca utilizando herramientas de modelización específicas³. En consecuencia, el segundo análisis realizado ha consistido en la creación de un modelo de riesgo de crédito

¹ Encuesta realizada, cada seis meses, por el Banco Central Europeo a las pequeñas y medianas empresas para evaluar su situación respecto al acceso a la financiación.

² *Cuadernos del Informe de competitividad del País Vasco 2015*, n.º 1.

³ Ese trabajo realiza un aporte significativo al diagnóstico de la situación de riesgo mediante la determinación de tres umbrales críticos basados en Ruano y Salas (2004).

adaptado a la realidad de las empresas del País Vasco que permite estimar la capacidad de las empresas para afrontar sus obligaciones financieras. Este modelo debe estar adaptado a la estructura, prácticas y condicionantes propios del entorno económico y social en el que se desenvuelven las empresas. Por ello, se ha desarrollado un modelo de medición y clasificación del riesgo empresarial y se exponen las conclusiones de su aplicación.

Tal como se ha indicado, el presente informe tiene tres objetivos principales: valorar el estado de situación del esquema de financiación vigente, analizar el desempeño económico-financiero de las empresas vascas y proponer un modelo de predicción del riesgo de crédito específicamente adaptado a la realidad de la empresa vasca.

El presente informe se compone de seis capítulos. En el capítulo 2, se relata brevemente la situación del contexto y se elabora un diagnóstico respecto a la necesidad de diversificar los proveedores de financiación. Seguidamente, en el capítulo 3, se describen los canales de financiación de las empresas, con particular atención a la situación de las pymes. A continuación, en el capítulo 4, se realiza la actualización del análisis económico-financiero de la empresa vasca entre 2008 y 2014, adoptando el enfoque de comparación indirecta desarrollado en Navarro (2015). Finalmente, en el capítulo 5, se presenta el desarrollo analítico de un modelo de riesgo de crédito de la empresa vasca comparándola con el contexto español.

2 CONTEXTO, SITUACIÓN ACTUAL Y DIAGNÓSTICO DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

2.1 Contexto

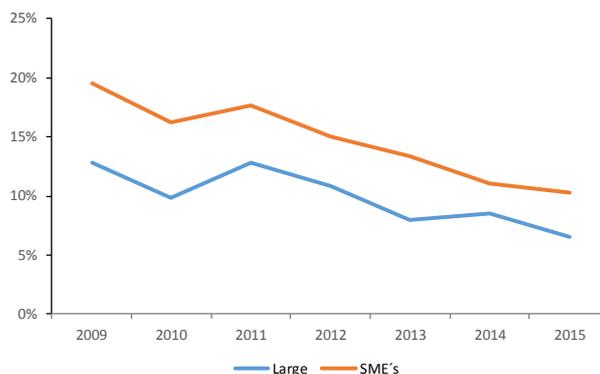
La Comisión Europea, en su estrategia *Una política industrial integrada para la era de la globalización: Poner la competitividad y la sostenibilidad en el punto de mira* (UE, 2010), establece como objetivo para 2020 que la industria represente el 20% del producto interior bruto (PIB) europeo. Así, el objetivo primordial es aumentar la competitividad de la industria europea para mantener su papel impulsor del crecimiento sostenible y del empleo en Europa.

En el caso del País Vasco, la industria aporta el 23,6% al PIB, por encima del 17% de la media nacional pero lejos del 29,7% de hace 10 años. El Gobierno Vasco se ha marcado como objetivo elevar esa cifra al 25% para el año 2020. Para ello, entre otras cosas, se requiere que las empresas puedan acometer inversiones y procesos de internacionalización generando nueva actividad o propiciando la entrada a nuevos mercados.

El convulso escenario financiero y económico presente, tras la crisis financiera iniciada en agosto de 2007, ha convertido la salud financiera de las empresas en un condicionante estratégico relevante para la competitividad territorial en una economía productiva globalizada. La peculiaridad de la crisis financiera y económica que padece la Unión Europea (UE) indica que nos encontramos no solo inmersos en profundos cambios de orden financiero, sino también ante un gran desafío estratégico.

Como se observa en la Figura 2-1, el porcentaje de empresas de la UE que consideran que el acceso a la financiación es un problema continúa manteniéndose en un nivel elevado. Positivamente, se evidencia una clara tendencia decreciente entre 2011 y 2015, gracias a las medidas de estímulo aplicadas por el Banco Central Europeo. Además, la percepción negativa es todavía más acusada en las pymes; esto resulta significativo, ya que este segmento representa el 99% de las empresas de la UE y, a su vez, genera el 66,5% y el 58% del empleo y del valor añadido, respectivamente. La situación en España muestra la misma realidad que en la UE, sin que existan diferencias significativas.

Figura 2-1: % de empresas que consideran la financiación un problema



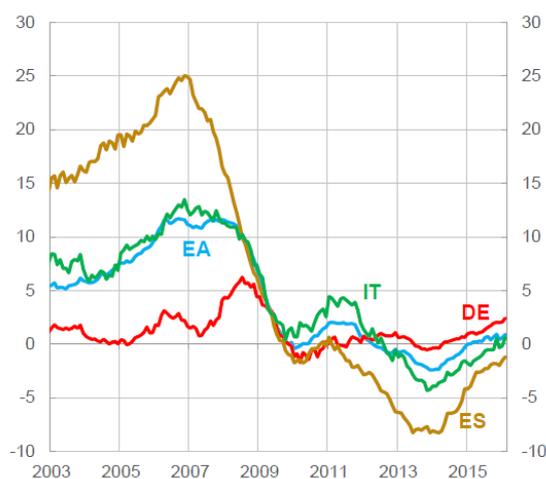
Fuente: SAFE (2016).

El Banco Central Europeo ha acordado mantener, como mínimo, hasta el final de marzo de 2017 las medidas de compra de deuda (pública y privada de los países miembros de la UE), calificadas como “medidas de política monetaria no convencionales” (BCE, 2015, 2016). El problema de estas medidas de estímulo reside en su naturaleza coyuntural y es por ello que se requiere abordar cambios estructurales que faciliten el refuerzo de la estructura económica y, en especial, del tejido empresarial.

2.2 Situación actual

Desde 2007, Europa ha experimentado una trayectoria económica convulsa que ha repercutido en una mayor volatilidad de las vías de financiación disponibles. La disponibilidad de financiación era creciente hasta 2007, y con unas tasas de crecimiento del endeudamiento muy significativas, de manera más acusada en España. En economías fuertemente bancarizadas, como la española, la evolución del crédito que las entidades conceden a las empresas y a las familias desempeña un papel importante en el desarrollo económico del país. La contracción que ha experimentado el crédito al sector privado en España desde 2007, en un contexto de recesión y recaída de la actividad, ofrece un ejemplo más de ese paralelismo.

Figura 2-2: Variación anual de la concesión de préstamos bancarios al sector privado



Fuente: Praet (2016). (EA: Zona euro, IT: Italia, ES: España, DE: Alemania).

Como muestra la Figura 2-1Figura 2-2, durante la última fase expansiva, la financiación concedida por las entidades de crédito aumentó intensamente, llegando a alcanzar tasas de expansión que superaron marcadamente al crecimiento nominal de la economía. Con la llegada de la crisis en 2007, el saldo vivo del crédito bancario a estos sectores comenzó a disminuir en un contexto cíclico excepcionalmente contractivo (Ayuso, 2013).

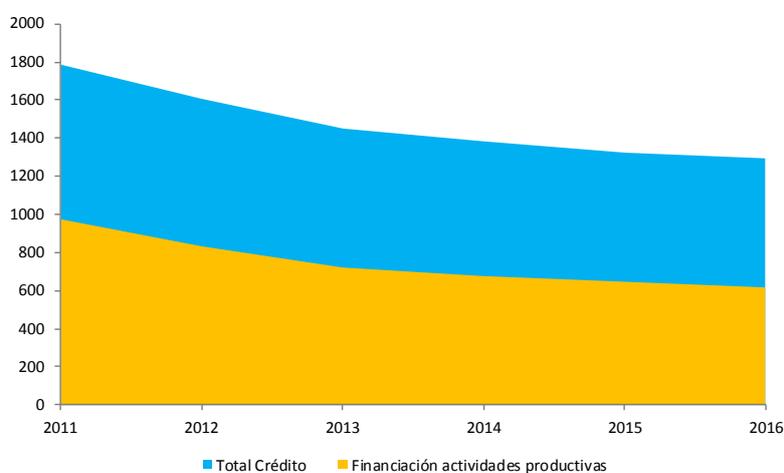
Después de una ligera moderación de la caída en 2010, que estuvo ligada a la leve recuperación de la actividad económica registrada ese año, la tasa de contracción

interanual del crédito tendió a intensificarse hasta 2013. Desde entonces, el retroceso ha comenzado a moderarse.

Esta tendencia negativa de la concesión de créditos se ha reflejado en la evolución del *stock* de financiación en España. La Figura 2-3 muestra los préstamos declarados por las sociedades no financieras, cuyo saldo vivo, según el Banco de España (BDE), se ha reducido un -22% desde 2010. Este descenso ha sido más acusado en 2011 y 2012, y posteriormente se ha moderado, aunque sigue conservando tasas negativas de evolución.

Si observamos la evolución del total del crédito vivo concedido por las entidades de crédito para la financiación de actividades productivas, vemos que el descenso ha sido todavía más acusado, un -39% desde 2010.

Figura 2-3: Evolución de la financiación en España

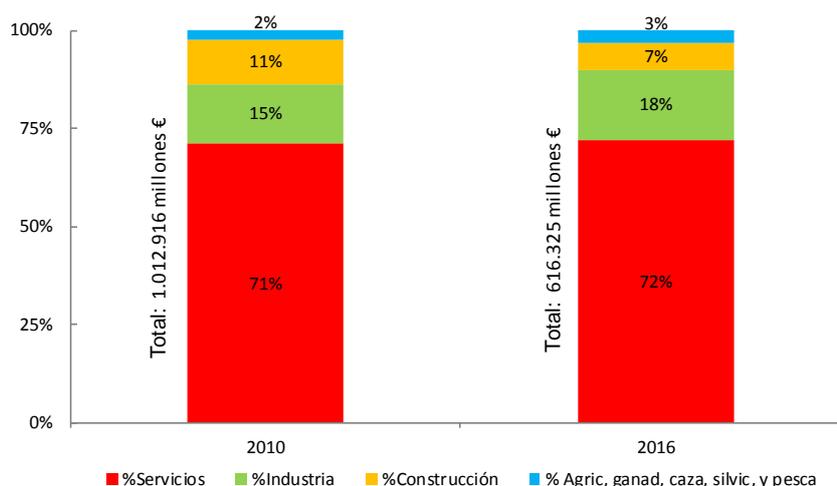


Fuente: BDE (2016).

Los datos indican, por lo tanto, que en los últimos años se ha dado un intenso proceso de desapalancamiento financiero en las empresas con las entidades de crédito; proceso que, aunque se ha moderado, parece que todavía sigue vigente.

Tal y como muestra la Figura 2-4, este desapalancamiento se ha experimentado en todos los sectores de la actividad productiva, siendo más acusado en la construcción, donde se ha reducido un -63%, lo cual ha hecho ganar peso al resto de sectores en la distribución de la financiación empresarial.

Figura 2-4: Distribución de la financiación empresarial por sectores



Fuente: BDE (2016)

Una de las incógnitas actuales es si el desapalancamiento continuará en un futuro cercano. El estudio SAFE, que publica periódicamente el Banco Central Europeo, sugiere que las empresas, especialmente las pymes, continúan en este proceso, ya que el 21% reducirá su deuda sobre el total del activo en los próximos meses. El caso de España es todavía más pronunciado, con una reducción esperada del 25%.

2.3 Diagnóstico

Desde la crisis financiera, el Banco Central Europeo ha puesto en marcha una política monetaria expansionista para asegurar la liquidez en el sistema. Las medidas aplicadas han consistido en unos bajos tipos de interés oficiales y una “ilimitada” oferta de dinero a los agentes del sistema. Esta política se ha complementado con acciones de intervención, coordinadas con los bancos centrales nacionales, de cara a afrontar problemas de liquidez concretos de los países o instituciones financieras.

Los datos muestran que la severa contracción inicial del crédito sufrida por las empresas se ha atenuado a partir de 2013, aunque continúa en una dinámica de desapalancamiento.

En cuanto al sistema bancario, principal financiador de las empresas, las entidades de la zona euro están en un contexto muy complicado por la baja rentabilidad, una débil recuperación económica y fuertes restricciones derivadas de las nuevas regulaciones. En particular, los efectos de la normativa denominada Basilea III se ha dirigido a aumentar los requerimientos de capital y liquidez y a limitar el sobreendeudamiento, todo lo cual ha repercutido en el costo de financiación; a su vez, se han implementado restricciones en las remuneraciones (García y Lluesma, 2013; Uría, 2015). Además, se ha avanzado en la armonización y homogeneización de los marcos regulatorios nacionales entre los países miembros de la Unión Europea con medidas tales como la implementación del mecanismo único de supervisión de los bancos de la UE y de cooperación entre los supervisores nacionales y el Banco Central Europeo (Uría, 2015).

Por lo tanto, los mercados financieros, especialmente el bancario, continúan expuestos a profundos cambios del sistema normativo, con el consiguiente impacto estructural en su papel histórico como referente en el desarrollo de la economía productiva. Todo apunta a una evolución del sistema financiero europeo hacia su convergencia con el anglosajón y, en consecuencia, a la progresiva prevalencia del mercado financiero no regulado en la dotación de musculatura financiera al tejido industrial.

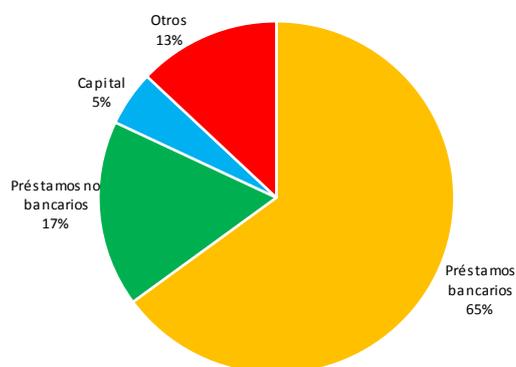
A mayor abundamiento, cabe señalar que los criterios de supervisión del Banco Central Europeo son cada día más exigentes para preservar la solvencia y viabilidad de las entidades financieras. En consecuencia, las normas de asignación de recursos de estas serán más estrictas en términos de evaluación de riesgos y difícilmente podrían mantener el papel jugado en el pasado. De otro lado, las políticas comunitarias en materia de ayudas del Estado limitan las políticas públicas dirigidas al desarrollo y la competitividad de la economía productiva. Esto conlleva una reestructuración significativa del papel que han desempeñado las políticas públicas en otras épocas históricas de crisis y cambios.

El acceso a la financiación externa es esencial para que las empresas puedan invertir, innovar y crecer. Como consecuencia de las imperfecciones y volatilidad del mercado financiero pueden producirse *gaps* de financiación entre la oferta y la demanda, lo cual pueden ocasionar que proyectos empresariales económicamente viables no lleguen a llevarse a cabo (UE, 2014).

Existen evidencias de que las empresas de la UE, en particular las pymes y los nuevos proyectos emprendedores, tienen una insuficiente diversificación de sus proveedores financieros y dependen de la financiación bancaria. Esto los hace vulnerables a las perturbaciones en la oferta de crédito bancario, sector que, como se ha mencionado, está experimentando una profunda reestructuración.

La excesiva dependencia del sector bancario es aún más acentuada en el caso de España. Según los datos ofrecidos por el Banco Central Europeo, el préstamo bancario sería la opción mayoritariamente utilizada por las pymes en el caso de que quisieran abordar un proceso de crecimiento.

Figura 2-5: Principales fuentes de financiación de pymes



Fuente: SAFE (2016).

Por lo tanto, pese a los problemas y las incertidumbres de los últimos años, el sector bancario sigue siendo un vehículo fundamental para la obtención de financiación por parte de las empresas. El *Informe sobre España* publicado en 2016 por la Comisión Europea (CE, 2016) señala que, si bien el acceso a las fuentes de financiación no bancaria o alternativa está mejorando lentamente, las pymes siguen dependiendo en gran medida de la financiación bancaria.

Las políticas públicas dirigidas durante estos años a facilitar el desarrollo competitivo de la economía productiva y, en consecuencia, su internacionalización se han estructurado sobre la base de un entorno financiero, económico y regulatorio que ahora experimenta, como se ha apuntado, un profundo proceso de transformación. En consecuencia, se pone de manifiesto la necesidad de articular nuevos modelos e impulsar cambios cualitativos para seguir promoviendo la competitividad e internacionalización de nuestro tejido industrial.

Por el lado de la oferta pública, las políticas públicas de apoyo tradicionales, tales como las garantías para la financiación, los mecanismos para compartir el riesgo y los procesos de cofinanciación, pueden ser medidas para apoyar el crédito a las pymes. Asimismo, en el caso de iniciativas emprendedoras de nueva creación, se debería impulsar su acceso a la financiación de *business angels* o capital riesgo, de forma que puedan complementar la financiación bancaria.

Una de las dificultades para conseguir la diversificación de proveedores financieros es la existencia de asimetrías de información, por lo que es necesario generar mecanismos para la estandarización de dicha información. En este sentido, en España se ha promulgado la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, en la cual se han establecido medidas destinadas fundamentalmente a reducir la información asimétrica. Por su parte, el Banco de España (BOE, 2016) ha instrumentado ese mandato a través de la emisión de la Circular 6/2016, de 30 de junio, que determina los contenidos y los parámetros de calificación de riesgo que deben incluirse en el reporte de "Información Financiera-Pyme" (Peña y Guijarro, 2016). Asimismo, existe una insuficiente cultura por parte de las empresas, especialmente de aquellas de menor tamaño, para incorporar a sus estrategias de financiación a proveedores de financiación no bancarios. El impulso de las calificaciones de crédito estandarizadas, similares a las aplicadas en las emisiones de deuda pública o corporativa, podría servir para incentivar el rigor financiero y la estrategia financiera de las pymes, además de ser un soporte de referencia para las decisiones, tanto en el mercado financiero regulado y no regulado como en el sector público.

Referencias

- Ayuso, J. (2013). Un análisis de la situación del crédito en España. *Boletín Económico*, octubre. Banco de España.
- BCE (2015). Comunicado de la Conferencia de Prensa de Mario Draghi (03/12/2015)
- (2016). Comunicado de la Conferencia de Prensa de Mario Draghi (08/09/2016)
- BDE (2016). *Boletín Estadístico*, junio. Banco de España.
- BOE (2016). *Boletín Oficial del Estado*. 11 de julio de 2016.
- CE (2016). *Informe sobre España 2016*. Documento de Trabajo de los Servicios de la Comisión. Bruselas. 26 de abril de 2016.
- García, A. y Llesma, P. (2013). La armonización de la regulación bancaria europea. *Anuario del Euro 2013*. Fundación ICO. Instituto Español de Analistas Financieros.
- Navarro, M. (2015). Análisis económico-financiero comparado de la empresa vasca. *Cuadernos del Informe de Competitividad del País Vasco 2015: Transformación productiva en la práctica. Número 1*. Bilbao: Publicaciones Universidad de Deusto.
- Peña, I. y Guijarro, P. (2016). La *Circular Pyme* como respuesta a la heterogeneidad del tejido empresarial en España. *Cuadernos de Información Económica*, 254, septiembre/octubre.
- Praet, P. (2016). *The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures*. The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures (Powerpoint Presentation). European Central Bank. April.
- Ruano, S. y Salas, V. (2004). Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas. *Estabilidad Financiera*, 7, 159-183.
- SAFE (2016). *Survey on the Access to Finance of Enterprises*. European Central Bank.
- UE (2010). *Una política industrial integrada para la era de la globalización: Poner la competitividad y la sostenibilidad en el punto de mira*. Bruselas: Comisión Europea.
- (2014). *European Competitiveness Report - Helping Firms Grow*. Bruselas: Comisión Europea.
- Uría, F. (2015). Convergencia regulatoria y supervisión única. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2015. Papeles de la Fundación*, 54. Fundación de Estudios Financieros.

3 NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

3.1 Introducción

Las empresas tienen, básicamente, dos tipologías de financiación. La primera es la aportación de fondos de capitalización provenientes de fuentes internas (socios) o de fuentes externas (p. ej., emisiones de acciones, fondos de capital riesgo, *business angels*, etc.). La segunda tipología es la relacionada con la obtención de deuda por la vía comercial (proveedores, Administraciones Públicas, etc.) o por la vía financiera (p. ej., entidades de crédito, emisiones de bonos, etc.). La importancia y el acceso a esta diversidad de instrumentos de financiación estarán determinados por diversos factores. Con todo, las empresas deben definir y adaptar sus políticas de financiación eligiendo opciones que les permitan responder a las necesidades de sus estrategias empresariales y sus modelos de negocio.

Tal y como se ha destacado en el capítulo precedente sobre “Contexto, situación actual y diagnóstico de la financiación empresarial”, con anterioridad a la crisis financiera, el crecimiento y la inversión empresarial estuvieron soportados, entre otros factores, por el crédito bancario, gracias a una gran abundancia de liquidez y escasas restricciones en el acceso a la financiación. La crisis iniciada en agosto de 2007 alteró las condiciones antes mencionadas y dio lugar a un contexto de escasez de liquidez. Este fue un problema generalizado a nivel europeo, aunque la situación ha sido más acentuada en España.

El contexto económico para las empresas se agravó debido a la combinación de la disminución en la facturación por la contracción de la demanda, los importantes compromisos de reembolso de la deuda e intereses adquiridos y las restricciones al acceso y renovación de la financiación bancaria. Como consecuencia de lo anterior, los modelos/esquemas de financiación vigentes fueron difíciles de mantener para las empresas. Por ello, estas tuvieron que tomar medidas de flexibilidad financiera destinadas al desapalancamiento y saneamiento de sus balances para poder hacer frente al nuevo contexto económico. Entre las medidas ejecutadas se destacaron:

- a) Venta de activos no estratégicos.
- b) Reducción de costes e inclusión de nuevas tecnologías.
- c) Reducción de *capex*, realizando inversiones únicamente con carácter estratégico.
- d) Diversificación geográfica de los negocios.
- e) Reducción y eliminación de dividendo: aparición de nuevas figuras, como el *scrip dividend*.

Fueron las pequeñas y medianas empresas (pymes) las que se encontraron con mayores dificultades, como consecuencia de su dependencia bancaria, menor poder de negociación y menor cultura financiera. Además, la existencia de asimetrías de información y una cultura financiera acostumbrada a otros contextos profundizaron las dificultades (Montañez-Nuñez et al. 2015).

Con todo, desde el inicio de la crisis, el Banco Central Europeo y los organismos públicos han facilitado cambios regulatorios encaminados a impulsar el desarrollo y potenciación de mercados de financiación complementarios al crédito bancario. Está resultando más fácil que las empresas más grandes asimilen este proceso de diversificación de proveedores financieros, ya que, debido a su tamaño, tienen una mayor capacidad de acceso a la financiación. Las pymes, por su parte, experimentan aún restricciones para realizar estos procesos de diversificación de proveedores, por la complejidad que algunos de estos instrumentos implican, y por limitaciones propias de sus condiciones operativas.

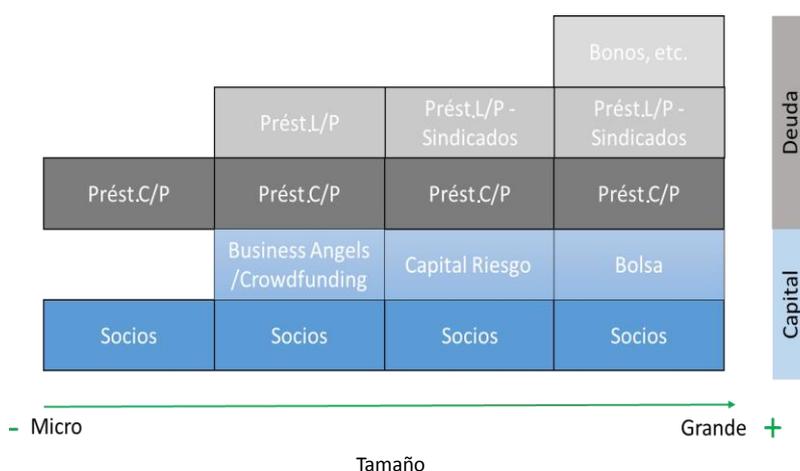
3.2 Tipos de financiación

Tal y como se ha explicado en el apartado anterior, las empresas disponen de dos tipologías de financiación: el capital y la deuda. El primero es la aportación financiera que hacen tanto los socios o dueños de la empresa como los agentes especializados (*private equity*, capital riesgo, *business angels*, etc.) para obtener un porcentaje de propiedad de esta. La segunda es la financiación externa que obtiene la empresa por sus actividades comerciales (proveedores, Administraciones Públicas, etc.) o de proveedores financieros (entidades de crédito, inversores, etc.).

En general, el tipo de fuentes de financiación a las que tienen acceso las empresas está condicionado, principalmente, por el tamaño de la empresa y, en menor medida, por su antigüedad, especialmente para aquellas más jóvenes. También, el acceso a estas fuentes quedará subordinado a otros factores tales como las condiciones de propiedad de la empresa, su calidad crediticia y el sector económico en el cual realiza su actividad.

Como se puede observar en la Figura 3-1, tradicionalmente las empresas que inician su actividad comienzan a ejercer su labor empresarial mediante la aportación de fondos de capital por parte del empresario, socios, familiares y amigos.

Figura 3-1: Evolución de los tipos de financiación



Fuente: Elkargi.

Para poder acceder a otro tipo de financiación, como la financiación no bancaria a través del mercado de capitales (emisión de acciones) o de deuda (emisión de bonos y pagarés), la empresa debe tener un tamaño y estructura mayores.

3.2.1 Capital

La financiación de capital se produce a través de la participación de las acciones de la sociedad por modalidades, tales como:

- Financiación de capital interna: Aportación de fondos propios del empresario/dueños o aportación de fondos de la actividad que genera la propia empresa y que no salen de la empresa vía dividendos u otras fórmulas.
- Financiación de capital externa:
 - Emisión de acciones: Hasta hace pocos años, la financiación a través de la emisión de acciones se desarrollaba exclusivamente en la bolsa de valores. Esta estaba supeditada a la aprobación y supervisión del regulador, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). El sistema multilateral de negociación (SMN) operado por las bolsas está principalmente dirigido a inversores institucionales y *retailers*. Los costes de emisión para las empresas son altos, por lo que son principalmente las grandes empresas las que se pueden beneficiar de su uso. Algunas de sus características son:

Capital	Se debe contar con un capital mínimo de 1,2 millones de euros, excluidas las participaciones individuales iguales o superiores al 25%.
Beneficios	Los beneficios de la sociedad en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos en un período de cinco años, deberán haber sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado, una vez hecha la provisión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales u obligatorias que correspondiesen.
Accionistas	El número de accionistas con una participación individual inferior al 25% del capital será al menos de 100 (bolsas y mercados).
Emisión	Las emisiones para la colocación suelen realizarse, normalmente, a través de inversores institucionales (bancos, fondos de inversión, aseguradoras, etc.).
Requisitos	Las empresas cotizadas deberán crear departamentos de relación con los inversores, además de cumplir ciertos requisitos de información y transparencia, entre otros.
Limitaciones	Los costes de emisión en el mercado de capitales serán solo aptos para grandes compañías.

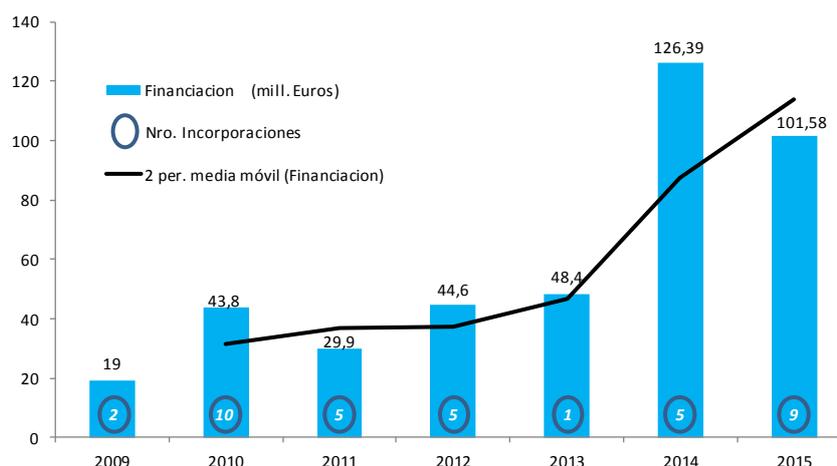
En 2006 se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Este mercado tiene el objetivo de dar acceso a un mayor número de empresas al mercado de valores, facilitando especialmente que puedan acceder a él las empresas de menor tamaño.

Se pretende disminuir los costes de emisión y solicitar unos requisitos más sencillos, por lo que un mayor número de empresas, especialmente las de menor tamaño, pueden acceder a capital privado. Algunas de sus características son:

Capital	Las empresas que accedan a dicho mercado deberán ser sociedades anónimas.
Beneficios	Los beneficios de la sociedad en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos en un período de cinco años, deberán haber sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado, una vez hecha la provisión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales u obligatorias que correspondiesen.
Accionistas	El capital social tiene que estar totalmente desembolsado y libre de transmisibilidad.
Emisión	El valor estimado de la oferta mayor deberá ser de 2.000.000 euros.
Requisitos	La sociedad debe seguir los estándares contables de la Unión Europea o del país no miembro. También se requiere la creación de departamentos de relación con los inversores y unos requisitos de transparencia e información periódica.
Limitaciones	Aunque la emisión en dicho mercado es más ágil que en el mercado de capitales, los costes están dirigidos a empresas medianas muy consolidadas.

En la actualidad, 34 empresas cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (Figura 3-2). De las 37 incorporaciones, 3 han sido excluidas de la cotización. 2010 fue el año con mayor número de emisiones en el MAB, aunque el volumen máximo de financiación se alcanzó en 2014.

Figura 3-2: Evolución de la financiación y emisiones del MAB



Fuente: MAB.

- **Capital riesgo (*venture capital*):** Los fondos de *venture capital* (VC) o sociedades de capital riesgo (SCR) se dedican a invertir una cantidad determinada en las *startups* o empresas a cambio de un porcentaje de estas. Normalmente, se focalizan en empresas relativamente jóvenes, con carácter emprendedor y potencial de crecimiento, y ligadas a la innovación tecnológica. El importe de la inversión es menor, pero con un mayor riesgo, ya que son empresas de tamaño pequeño y en fases iniciales de su actividad (aunque con alto potencial de crecimiento).

En empresas medianas, más establecidas, pueden participar en operaciones de sustitución del accionariado ya establecido. Principalmente, el capital de sustitución está dirigido a sucesiones empresariales o fines estratégicos.

- ***Crowdfunding*:** Se trata de un sistema de captación de fondos colectivos para la financiación de proyectos de diversa índole. Los titulares de los proyectos en busca de respaldo económico utilizan plataformas de internet para recaudar fondos, de forma pública y abierta, de posibles interesados en la concesión de dicha financiación.

Aunque es una fuente de financiación con un relativo impacto social, especialmente en lo que respecta a su tratamiento en los medios de comunicación e internet, su peso en el sistema sigue siendo muy limitado. Los datos disponibles estiman que desde 2012 se han financiado proyectos en España valorados en más de 100 millones de euros (62 millones en 2014, 29 millones en 2013 y 10 millones en 2012) (VIU, 2015).

- ***Business angel*:** Inversor individual que aporta su propio dinero, y en ocasiones su tiempo y redes de contacto, a empresas de reciente creación y con alto potencial de crecimiento.

3.2.2 Deuda

Existen diversos tipos de financiación a través de deuda, entre los que destacan:

- Entidades de crédito: Financiación otorgada por las instituciones de crédito a todo tipo de empresas con necesidades de financiación. Las condiciones varían en función de aspectos tales como: la solvencia, las garantías presentadas, la historia crediticia, el tamaño, el volumen de negocio, el tipo de activo a financiar, el sector económico, etc. Dentro de las entidades de crédito, se diferencian dos categorías: las que pueden captar fondos del público (bancos, cajas de ahorros o cooperativas de crédito) y las que no pueden captar fondos del público (arrendamiento financiero, *factoring*, etc.).

La actividad normal de las que pueden captar fondos del público consiste en recibir del público un ahorro o excedente de capital que están obligadas a devolver, y utilizarlo para conceder préstamos y realizar operaciones similares. Lo que diferencia a estas entidades de otros intermediarios financieros es que tienen reservada por ley, con carácter exclusivo y excluyente, la actividad de captación de fondos, a excepción de las emisiones de instrumentos del mercado de valores. Por lo demás, estas entidades están autorizadas a realizar prácticamente todo tipo de operaciones financieras, salvo las de seguros, aunque pueden comercializarlos. El régimen operativo de los tres principales tipos de entidades (bancos, cajas y cooperativas) es, en la actualidad, prácticamente idéntico. Así, la actividad de todas ellas está sometida a una normativa administrativa única, supervisada por entidades competentes como el Banco Central Europeo y el Banco de España, según corresponda, con el fin de garantizar su solvencia y estabilidad. Las entidades deben cumplir obligaciones diversas, como el mantenimiento de un nivel mínimo de recursos propios (el capital que aportan los propietarios y las reservas generadas) y nuevos requisitos de liquidez y remuneraciones introducidos en el esquema denominado Basilea III. Con carácter general, los tipos de instrumentos de financiación más habituales son los préstamos a corto y largo plazo, sindicados, líneas de crédito, descuento comercial, financiación comercial, *leasing* y *renting*.

Por su parte, existen otros establecimientos de crédito especializados cuya actividad se limita a la realización de operaciones crediticias en diversas modalidades específicas, la gestión o emisión de tarjetas de crédito y la concesión de avales y garantías. No les está permitido captar depósitos del público. Por ello, no hace falta que estén en un fondo de garantía de depósitos.

- Sociedades de garantía recíproca (SGR): Son instituciones financieras cuyo fin es facilitar el acceso a la financiación real a las pequeñas y

medianas empresas y mejorar sus condiciones mediante la prestación de avales. Las SGR posibilitan, por lo tanto, el acceso a la financiación bancaria a través de, principalmente, dos tipos de aval otorgados:

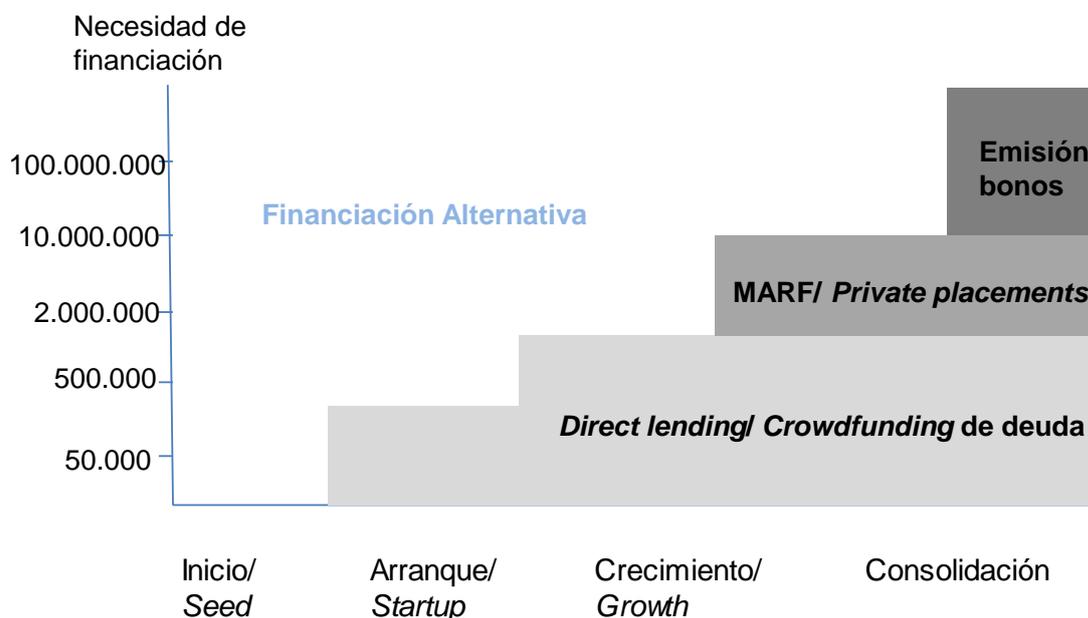
- Financieros: préstamos y líneas de circulante.
- Técnicos: fianzas y garantías técnicas.

Las sociedades de garantía recíproca cuentan también con un sistema de reaval, a través de la empresa pública Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (CERSA). La cobertura aportada por este sistema, además de dar soporte financiero a las operaciones de las sociedades de garantía recíproca, favorece la adecuada gestión de los riesgos asumidos y la mejora de su calidad.

El País Vasco ha sido muy activo en el impulso y uso de las SGR. De las veinte que existen en España, dos de las principales a nivel nacional, Elkargi y Oinarri, han sido creadas y tienen su sede social en el País Vasco. Ambas se han fusionado dando lugar a la SGR más importante de España.

- Emisiones de bonos y pagarés: El tamaño de las empresas condiciona el tipo de fuentes de financiación que se suele utilizar y el volumen que se alcanza (Figura 3-3).

Figura 3-3: Alternativas de financiación



Fuente: Elkargi, Afi, Arboribus (varios trabajos).

Para facilitar su colocación, en 1986 se creó el **Mercado de Renta Fija**, que es el mecanismo de financiación para grandes empresas consolidadas, a través de la emisión de bonos o pagarés en el mercado

de capitales. Los costes de emisión solo lo hacen apto para grandes compañías y la financiación está supeditada a la aprobación, supervisión y control del regulador.

Los tipos de instrumentos de deuda en el mercado de capitales son:

- Bonos a largo plazo: titulizaciones, cédulas hipotecarias, bonos corporativos *senior*, subordinados, híbridos, convertibles...
- Bonos a corto plazo: pagarés.
- *Private placements* o colocaciones privadas: emisión de un bono a petición, normalmente, de inversores institucionales.

Para la emisión, las empresas deberán crear departamentos de relación con los inversores, además de cumplir ciertos requisitos de información y transparencia, entre otros.

La mayoría de bonos y pagarés necesitarán para su comercialización o emisión de un *rating* (calificación para medir la probabilidad de impago de la compañía o riesgo crediticio). Dicha calificación la otorga una agencia crediticia. Aunque la obligatoriedad de emisión con *rating* en el mercado no es excluyente, sí es recomendable para su mejor aceptación.

Por otro lado, **el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)** nace en 2013 y está configurado dentro del marco jurídico de un sistema multilateral de negociación (SMN), lo que lo convierte en un mercado alternativo no oficial, gestionado por Bolsas y Mercados Españoles (BME). Se crea para facilitar la financiación de las empresas mediante la emisión de valores de renta fija.

Los requisitos son más flexibles que en los mercados oficiales, con una mayor agilidad y unos menores costes para la emisión. La mayoría de emisiones en el MARF son bonos corporativos y pagarés. Al igual que en España con el MARF, en el resto de países europeos se han creado organismos similares para la emisión de este tipo de instrumentos financieros.

Otra vía de colocación de las emisiones de bonos y pagarés son las *private placements* o colocaciones privadas, que se dirigen a empresas cotizadas o no cotizadas, con o sin *rating*. Dichas emisiones suelen tener una vida media de 10 años, aunque pueden alcanzar plazos de financiación de hasta 15 años.

Se establecen unas reglas comunes para los inversores y empresas, a pesar de que se trate de emisiones que no cotizan en el mercado. Este producto financiero va dirigido a los inversores institucionales, que suelen ser: compañías de seguros, gestores de fondos y compañías de gestión de activos.

La deuda es *senior* no garantizada (*senior unsecured*) y debe estar clasificada con el mismo derecho de pago que el resto de la deuda *senior* de la empresa (*pari passu*). Posee una flexibilidad similar a la de un préstamo sindicado.

El proceso de la operación suele completarse en unas doce semanas (AFI-MARF). Los costes de emisión son altos, por lo que solo las grandes o medianas compañías se pueden beneficiar del uso de estos instrumentos financieros.

- Proveedores/acreedores comerciales: Consiste en una financiación originada en el marco de las relaciones comerciales propias de la actividad empresarial. Esta financiación puede tener como objetivo financiar inversiones que realiza la empresa (financiación a largo plazo) o su circulante (financiación a corto plazo).

La financiación del circulante a través de proveedores ha sido una importante fuente de financiación de las empresas, especialmente en el pasado. Las asimetrías entre la capacidad de negociación y la insuficiente regulación generan situaciones de abuso que, en algunos casos, propiciaban importantes tensiones de tesorería en ciertas empresas. En 2010 se publicó la Ley 15/2010, de 28 de diciembre, de medidas fiscales y administrativas, que establece unos plazos máximos de pago en las operaciones comerciales de 60 días, en el caso de la empresa privada y de 30 días, en el caso de las Administraciones Públicas, a contar a partir de la entrega de los productos o la prestación de los servicios.

En los últimos años, las entidades de crédito y otro tipo de instituciones financieras ofrecen vías alternativas para la financiación del circulante, más allá de la de los proveedores, como son el *confirming* o el *factoring*.

- *Direct lending* o financiación directa a empresas: Préstamos *peer to peer* (P2P) inicialmente dirigidos a empresas de menor tamaño que no tienen acceso a los mecanismos anteriormente mencionados.

Tiene como objeto la financiación de empresas con mayor riesgo y niveles de endeudamiento superiores. Posee la misma estructura de financiación que la que se realiza a través del canal bancario, pero es el inversor institucional o privado quien ocupa el papel de la institución financiera.

- *Crowdfunding* de deuda: Micromecenazgo o financiación en masa. Financiación por préstamos a través de una red donde coexisten varios inversores que ofrecen financiación por medio de inversiones o donaciones. Unión de inversores para financiar un mismo objetivo. En la mayoría de los casos, dicha transacción se realiza a través de plataformas de internet, lo que supone unos costes de financiación (transacción) menores.

3.3 Diversificación de proveedores financieros

La reciente crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de impulsar nuevas formas de financiación distintas a las tradicionales, especialmente ligadas a la banca. Esta diversificación de proveedores financieros permitiría combinar fuentes de financiación bancarias y alternativas, de capital y de deuda, a distintos plazos y en diferentes dimensiones empresariales (edad, tamaño, tipo de propiedad, etc.).

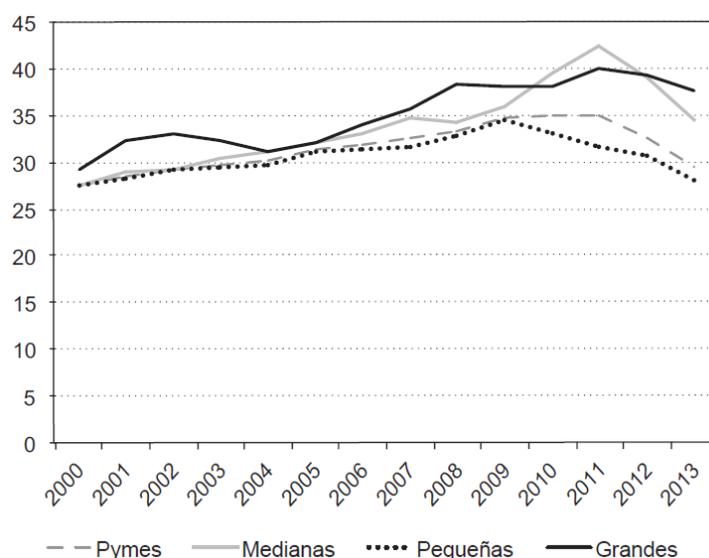
En España, la promulgación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial ha establecido medidas destinadas a reducir la información asimétrica (Payo Alcázar y Pérez Cimarra, 2016; Arnal Martínez y Bravo Álvarez, 2015). Fundamentalmente, esta ley contempla la obligación por parte de las entidades financieras de cumplimentar dos requisitos: a) emitir un “Preaviso” con un mínimo de 3 meses de anterioridad a comenzar a reducir o cancelar más del 35% del flujo de financiación a una empresa, y b) entregar el documento de “Información Financiera-Pyme”. Por su parte, el Banco de España ha instrumentado ese mandato a través de la emisión de la Circular 6/2016, de 30 de junio, que determina los contenidos y los parámetros de calificación de riesgo que debe incluir el reporte de “Información Financiera-Pyme” (Peña y Guijarro, 2016). El objetivo de disponer de esta información es, por un lado, que sea comparable y que con ella se reduzcan los costes de información y, por otro lado, que las pymes proporcionen a las entidades información de mayor calidad (Payo Alcázar y Pérez Cimarra, 2016). Así, el reporte contiene cinco apartados: 1) declaraciones de datos de la pyme remitidos por las entidades al Banco de España, 2) datos comunicados a empresas de servicios de información patrimonial y solvencia, 3) historial crediticio con la entidad, 4) extracto de los movimientos realizados durante el último año en los contratos que componen el flujo de financiación y 5) calificación de riesgo. Respecto del último apartado, la metodología incluye tres tipos de variables: de situación financiera, cualitativas y conductuales.

Los proveedores de financiación alternativos a los bancos han cobrado importancia debido a la contracción de la oferta crediticia. Estos ofrecen financiación distinta a la tradicional a través de canales no bancarios, intermediando entre las necesidades de inversión y las de financiación.

La diversificación de proveedores financieros ha sido muy diferente en cada área geográfica. El tejido empresarial, los organismos públicos, los reguladores y la cultura empresarial, entre otros, han jugado un papel fundamental en la inclusión de estos nuevos mecanismos en los distintos territorios.

Como se observa en la Figura 3-4, la financiación bancaria tiene un papel relevante en la Unión Europea, pues en promedio representa casi un 30% del balance de las grandes empresas y un 35% del de las pequeñas. Esto contrasta enormemente con los datos de las empresas estadounidenses, en las que solo supone el 8% del total de los activos.

Figura 3-4: Importancia de la deuda con entidades financieras por tamaño en España (% del activo)



Fuente: Montañez-Nuñez et al. (2015).

El impulso de otros proveedores financieros en la Unión Europea ha sido más tardío que en el Reino Unido o Estados Unidos. En el caso de España, la arraigada tradición hacia el canal bancario, unida a un tejido empresarial compuesto mayoritariamente por pymes, han supuesto una barrera significativa para el desarrollo y crecimiento de estos proveedores.

A modo ilustrativo, podemos resumir algunas ventajas e inconvenientes de los proveedores de financiación tradicionales (bancos y entidades financieras) y de los proveedores de financiación alternativos (resto).

- Financiación tradicional:

+	<ul style="list-style-type: none"> + Las ventajas principales del uso de la financiación tradicional para la empresa son unos menores costes de financiación + Recibir cobertura de otros servicios financieros complementarios. + El uso de este canal suele ser la forma más habitual para el empresario debido a la cercanía y conocimiento de los productos ofrecidos (i.e. cultura financiera).
-	<ul style="list-style-type: none"> - Como inconvenientes del uso de financiación tradicional cabe destacar el menor poder de negociación del empresario frente a entornos macroeconómicos adversos. - Las instituciones financieras están reguladas por los bancos centrales y supeditadas a sus decisiones se pueden generar restricciones al crédito. - Las necesidades financieras con mayor riesgo crediticio muchas veces no pueden ser cubiertas por el canal tradicional.

- Financiación alternativa:

+	<ul style="list-style-type: none"> + La diversificación de las fuentes de financiación al añadir un nuevo proveedor financiero proporciona más recursos financieros, más flexibilidad e, incluso, mayor poder de negociación. Puede servir como elemento estratégico para la empresa. + Las necesidades financieras con mayor riesgo crediticio muchas veces pueden ser cubiertas por canales de financiación alternativa. + Desde el punto de vista del inversor, la inversión alternativa le ofrece acceso rápido y cómodo a nuevos mercados, productos y activos que le otorgan mayor diversificación de sus inversiones. La inversión alternativa también dota al inversor de rentabilidades descorrelacionadas con el resto de activos existentes en el mercado.
-	<ul style="list-style-type: none"> - Mayor coste de financiación para la empresa. - En algunos casos, el desconocimiento de su uso, implica crear una cultura empresarial en torno a los nuevos productos financieros. - Desde el punto de vista del inversor, este asume mayores riesgos en la inversión con un menor nivel de regulación y liquidez.

3.4 Conclusiones

El entorno macroeconómico europeo actual se caracteriza por una extraordinaria liquidez, bajos tipos de interés y un acceso relativamente adecuado a la financiación. Con ello, se ha dado lugar a mejores condiciones de financiación para las empresas, no solo a través de canales tradicionales, sino también mediante una diversificación de fuentes y proveedores. Pese a ello, continúan existiendo riesgos regulatorios que podrían generar la posibilidad de disminución de liquidez e incrementar los riesgos ligados al mercado institucional bancario español. A su vez, este sistema tiende a fusionarse, lo que aumenta su poder de negociación y simultáneamente disminuye el poder de negociación de sus contrapartes, en especial el de las pymes.

La pequeña y mediana empresa sigue siendo uno de los actores más afectados para acceder a la financiación, tanto en épocas de escasez de crédito y crisis financiera como en fases crecientes del ciclo económico. Este tipo de empresas deben adaptar sus necesidades de financiación eligiendo las opciones óptimas para obtener una mayor flexibilidad financiera (planificación a medio y largo plazo).

La aparición o desarrollo de proveedores de financiación alternativos a los canales tradicionales es una vía de financiación adicional que tiende a seguir creciendo. Aun así, el acceso a dichos mercados e instrumentos es restringido o existen dificultades de acceso, especialmente para las empresas más pequeñas. Por este motivo, las autoridades han impulsado reformas regulatorias que faciliten el funcionamiento de mercados alternativos y que deberían complementarse con otras políticas públicas (p. ej., incentivos fiscales, etc.).

También es necesario el impulso de acciones que permitan mejorar la asimetría de información del sistema. Una información más homogénea facilitaría un mejor flujo de

la financiación y el desarrollo de nuevos espacios de financiación para las empresas. Del mismo modo, les permitiría diversificar a sus proveedores financieros, ofreciéndoles una medición de su solvencia. Finalmente, unas menores asimetrías de información posibilitarían que se equilibrase el poder de negociación de las empresas, especialmente las de menor tamaño, ante las entidades de crédito.

En 2015 se promulgó la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que aborda parcialmente lo anterior. En esta ley se articula un conjunto de medidas con una doble finalidad. La primera pretende hacer más accesible y flexible la financiación bancaria a las pymes. La segunda tiene como objetivo avanzar en el desarrollo de medios alternativos de financiación, sentando las bases regulatorias necesarias para fortalecer las fuentes de financiación corporativa directa o de financiación no bancaria en España. Esta ley fue instrumentada por el Banco de España mediante la Circular 6/2016, que determina claramente los contenidos y parámetros que las entidades financieras deben ofrecer a las pymes respecto de su situación y comportamiento crediticio (es decir, la emisión del denominado “Informe Financiero-Pyme”).

Pese a la previsible apertura de otras fuentes de financiación, dichas entidades de crédito deben continuar jugando un papel clave en la financiación de las empresas. El acceso a nuevas fuentes de financiación o la diversificación de proveedores deben complementar a las entidades de crédito en las estrategias de financiación de las empresas. No hay que olvidar que, a día de hoy, la elección de cualquiera de los tipos de financiación es complementaria. El éxito radica en la buena combinación que optimice las estrategias del negocio.

Referencias

Arnal Martínez, J. y Bravo Álvarez, J. (2015). Un breve estudio de la Ley 5/2015 de Fomento de Financiación Empresarial. *Boletín Económico*, 3067, septiembre. ICE.

BBVA (s. f.). Varios artículos sobre financiación de pymes.

Elkargi (s. f.). Diversos estudios.

Elkargi/Afi/Arboribus (s. f.). Diversos estudios.

MAB (s. f.). Diversos estudios y estadísticas.

Montañez Nuñez, M., Rubio González, A., Ruesta Balsega, M. y Ulloa Ariza, C. (2015). La financiación de las pymes españolas. *Revistas ICE*, 885, julio/agosto.

Payo Alcázar, I. y Pérez Cimarra, P. (2016). Mejoras en la financiación bancaria de las pymes introducidas por la normativa española. *Cuadernos de Información Económica*, 254, septiembre/octubre.

Peña, I. y Guijarro, P. (2016). La *Circular Pyme* como respuesta a la heterogeneidad del tejido empresarial en España. *Cuadernos de Información Económica*, 254, septiembre/octubre.

VIU (2015). *El acceso a la financiación de las pymes en España: El caso del mercado alternativo bursátil para empresas en expansión (MAB-EE)*. Valencia: Universidad Internacional de Valencia.

4 ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

4.1 Introducción

Debido a la importancia del componente financiero en la grave crisis que tras 2007 afecta a la economía de los países avanzados y, en particular, a la española, una de las áreas clave en que aquella debería analizarse es en los balances y cuentas de resultados empresariales. La estadística oficial ha dado prioridad a la contabilización de las cuentas económicas, y solo muy tardía y parcialmente ha ido asumiendo la publicación de cuentas financieras de los diferentes agentes económicos. Esto resulta todavía más evidente en el plano regional: ni Eurostat ni la OCDE ni tampoco, en España el INE ofrecen publicaciones de cuentas financieras regionales. Con ello, los estudios existentes son limitados o han tenido poca continuidad en el tiempo.

A pesar de estas carencias, en 2015 se realizó el estudio de “Análisis económico-financiero comparado de la empresa vasca” (Navarro, 2015) incluido en el cuaderno n.º 1 del *Informe de Competitividad del País Vasco*. Este estudio examinó el posicionamiento y la evolución económica-financiera de las empresas vascas con una aproximación comparativa basada en el tradicional análisis de balances y cuentas de resultados. Las recomendaciones del estudio indicaban lo siguiente:

- A nivel agregado, se observaba una “posición relativamente propicia” para la inversión en crecimiento y competitividad, fundamentada en los bajos niveles de endeudamiento, y una solvencia y rentabilidad razonables. Sin embargo, se advertía sobre la posibilidad de hallar marcadas disparidades cuando se avanzara en el análisis individual de las empresas. Por ello, se recomendaba profundizar en la observación del desempeño económico-financiero empresarial desde nuevas perspectivas e instrumentos de análisis.
- El activo de las empresas vascas estaba en gran medida compuesto por activos financieros, correspondientes en buena parte a flujos de financiación interempresas (grupos con filiales en el exterior) y participaciones. Por su parte, el patrimonio neto en relación con el activo era superior en las empresas vascas que en las de otros territorios, lo que evidenciaba la existencia de una adecuada capacidad patrimonial para impulsar estrategias de crecimiento (p. ej., innovación, internacionalización, etc.).
- Los indicadores de rentabilidad eran adecuados, fundamentados en unos márgenes comerciales y una rentabilidad del activo (ROA) por operaciones (el denominador de la ratio es el activo de operaciones) superiores, y reflejando mejor eficiencia operativa. Sin embargo, el ROA financiero era inferior a los de otros territorios. Con lo cual, cabría pensar en un bajo rendimiento financiero o en matices derivados de la aplicación de normas contables.
- Las recomendaciones emergentes se agrupaban en dos líneas. Primero, avanzar en el análisis desagregado a nivel de firmas controlando por territorio, tamaño, edad y sector de actividad industrial. Segundo, utilizar nuevas aproximaciones de análisis —como los modelos de calificación crediticia— que permitan profundizar en las conclusiones iniciales y contrastarlas.

En línea con las indicaciones mencionadas, el objetivo del presente documento de trabajo es actualizar el análisis económico-financiero de la empresa vasca manteniendo en gran parte el enfoque metodológico establecido en Navarro (2015)⁴. El trabajo se estructura en cinco secciones. La sección 2 presenta la descripción de los datos compilados y la metodología de análisis de tipo “indirecto” utilizada. Seguidamente, se analizan en secciones consecutivas la participación de las principales partidas contables en el balance (sección 3) y en la cuenta de resultados (sección 4), y la evolución de las ratios de rentabilidad (sección 5) y endeudamiento (sección 6). Finalmente, se presentan las conclusiones pertinentes.

4.2 Metodología

La aparición de bases de datos, tanto nacionales como internacionales, sobre estados contables empresariales ha hecho que se abran posibilidades para el desarrollo de los análisis económico-financieros de las empresas. Sin embargo, especialmente en el plano regional, existen aún barreras de entrada o dificultades para el tratamiento de las bases existentes que obstaculizan la posibilidad de llevar a cabo un análisis comparado. Consecuentemente, a pesar de su importancia capital para comprender de manera adecuada la crisis y las condiciones económico-financieras en las que se encuentran las empresas, prácticamente se ha carecido de tales estudios para analizar estas problemáticas en el plano regional⁵.

Las limitaciones analíticas para la realización de una comparación directa a nivel regional, en España y en Europa, se manifiestan en tres aspectos básicos. Primero, la falta de disponibilidad de datos debida a que los institutos de estadísticas oficiales no suelen publicar datos de las cuentas contables de las empresas e, incluso cuando lo hacen, no suelen ser muy comparables internacionalmente. Para ellos, tales cuentas suelen constituir una fuente de información para la elaboración de algunas de sus publicaciones periódicas: las cuentas económicas y las cuentas financieras. Segundo, los datos contables accesibles, para diferentes conjuntos empresariales, no suelen ser estadísticamente representativos de la población total de empresas. Por ejemplo, resultaría posible solicitar explotaciones específicas para el País Vasco a la Central de Balances del Banco de España; pero los datos que ofrece, además de estar agregados, corresponden a una muestra de empresas relativamente pequeña y que no es estadísticamente representativa (con un elevado sesgo hacia las empresas grandes y manufactureras). Tercero, la falta de homogeneidad en las prácticas contables, ya que la contabilidad empresarial suele responder a principios y criterios propios de cada país, que difieren sustancialmente a pesar de los intentos de armonización internacionales en marcha.

Los datos utilizados en este capítulo se han compilado de dos fuentes principales: de la base del Proyecto BACH, y de SABI-Infoma. El Proyecto BACH ha sido impulsado por la Comisión Europea y es gestionado por el Banco de Francia. Esta iniciativa

⁴ Análisis económico-financiero comparado de la empresa vasca. *Cuadernos del Informe de Competitividad del País Vasco 2015. Número 1*. Bilbao: Publicaciones Universidad de Deusto.

⁵ Entre la información disponible se encuentran los análisis de la situación económica-financiera de la empresa vasca incorporados en los estudios anuales de la Caja Laboral Popular (p. ej., CLP, 2013), que utilizan como fuente de información datos de la Central de Balances del Banco de España.

contiene datos agregados, por sectores y tramos de tamaño, para las empresas de una decena de países comunitarios⁶. Por su parte, la base de datos de SABI-Infoma recopila información económica y financiera de las empresas domiciliadas en la península ibérica. Esta fuente cuenta con la ventaja de disponer de datos relativamente recientes (p. ej., 2014 completos) y de posibilitar la indagación con microdatos, con lo que se obtiene una mayor flexibilidad para evaluar diferentes proposiciones analíticas. Con todo, la muestra seleccionada de la base SABI-Infoma incluye los siguientes criterios de selección (Fernández de Guevara, 2013): de todas las empresas contenidas para las que hay datos en el año objeto de estudio, se han excluido los de las empresas con activo total nulo o negativo, sin ingresos de explotación y que pudieran considerarse como atípicas⁷. Asimismo, se selecciona el conjunto de sectores económicos referidos a las divisiones 01-82 de la CNAE-2009, excluyéndose las empresas financieras (divisiones 64-66) y las sociedades *holding* (NACE 70.1), siguiendo el mismo criterio que en el Proyecto BACH.

Finalmente, la evaluación empírica de este capítulo se elabora con base en una metodología de análisis comparativo denominada de tipo “indirecto”. Básicamente, a partir de la disponibilidad de datos de España que ofrecen tanto SABI como BACH, se establece ese ámbito territorial como punto de referencia para relacionar y comparar los resultados de ambas bases de datos. Así, por un lado, se realiza una comparación internacional utilizando datos del Proyecto BACH. Mientras que, por otro lado, con datos de la base SABI-Infoma se calculan los valores contables agregados para España y el País Vasco, respectivamente. Así, el carácter de “indirecto” cobra sentido, debido a la posibilidad de inferir “indirectamente” el posicionamiento internacional del País Vasco a partir de sus diferencias con España. Finalmente, es pertinente aclarar que en algunos casos, las diferencias entre los valores que para una misma variable ofrecen SABI y BACH no son insignificantes. Esto se debe a que existen problemas de homogeneización entre estas bases de datos derivados, tanto en lo relativo a diferencias en la compilación de información⁸ como a metodologías de contabilidad. Por ello, estos aspectos deberán ponderarse convenientemente en la lectura de los niveles de endeudamiento y de los indicadores de rentabilidad empresarial.

⁶ En la UE-11 están los países que aportan datos al Proyecto BACH: Alemania, Francia, Italia, España, Austria, Bélgica, Holanda, Portugal, Polonia, República Checa y República Eslovaca.

⁷ Este autor caracteriza las condiciones de atipicidad en relación con empresas en las “que la participación de los factores productivos en el coste total, el coste financiero medio, la rentabilidad sobre activo o la ratio de liquidez estén fuera del intervalo definido por el valor del percentil 25 menos una vez y media el rango intercuartílico de cada variable y el valor del percentil 75 más una vez y media el rango intercuartílico”.

⁸ Por ejemplo, el Proyecto BACH excluye de los activos financieros los créditos que unas empresas conceden a otras empresas del mismo grupo. Esa exclusión la puede realizar el Banco de España cuando proporciona los datos relativos a empresas españolas al Proyecto BACH debido a la mayor desagregación de información que dicha entidad posee sobre los estados contables de las empresas españolas, gracias a la encuesta que realiza para su Central de Balances. Pero los balances abreviados de las empresas españolas, que son los que aquí se manejan procedentes de la base SABI-Infoma, no ofrecen esa desagregación de información y, por consiguiente, no permiten excluir dichas partidas. Las diferencias se deben también a la diferente composición de las muestras de empresas que maneja el Banco de España para el Proyecto BACH y a la base SABI.

4.3 Análisis de los balances empresariales

Uno de los rasgos más distintivos del balance de una empresa, reflejo de las estrategias por ella adoptadas y que va a afectar notablemente a los resultados de su actividad, es la distribución de sus activos entre los “financieros”⁹ y los “de operaciones” (Salas, 2014). Mientras que los primeros recogen las participaciones accionariales o lazos financieros con otras empresas (el grueso de las cuales corresponden a participaciones y lazos en filiales y otras operaciones con sociedades en el exterior), los segundos indican los activos dedicados a operaciones productivas en España (Salas, 2014). Esa distinción es relevante por dos cuestiones: por un lado, porque distorsionan los indicadores de rentabilidad como el ROA, ya que sus resultados no se incorporan al resultado neto de explotación, y a su vez agrandan el denominador de la ratio; y, por otro lado, porque parte de la deuda financiera contabilizada en el pasivo está relacionada con activos que mayormente no generan valor añadido en el territorio.

En el Cuadro 4-1 se recoge la distribución porcentual de los activos y pasivos de los sectores empresariales en España, la UE-11 y Alemania. Tal y como se ha apuntado anteriormente, una de las tendencias más claras que se aprecian en la evolución de los estados contables empresariales en los países avanzados es la del crecimiento del peso de los activos financieros en el balance, como consecuencia de la implementación de estrategias de internacionalización y participación en otras empresas. Ese crecimiento fue particularmente notable en los años del *boom* económico que precedieron a la crisis financiera, pero también se ha profundizado durante la crisis. Según las estadísticas de *stock* de inversión directa en el exterior que publica el *World Investment Report* de UNCTAD, España pasó de tener un *stock* del 22% del PIB en el año 2000 al 36% en 2008 y al 48% en 2014. En este sentido, las empresas españolas presentan un porcentaje de activos financieros ligeramente creciente entre 2008 y 2014 y en línea con los de la media comunitaria, aunque por debajo de las empresas alemanas. Esta tendencia se atribuye a los notables procesos de salida al exterior emprendidos por las empresas españolas desde finales de los años noventa, así como a los intensos procesos de desagregación de actividad y adquisiciones y creaciones de grupos empresariales (p. ej., véanse Guillén Rodríguez, 2004; Correa López y Doménech, 2012; Menéndez y Méndez, 2011).

⁹ En tales activos financieros Salas (2014) no incluye los créditos comerciales ni el efectivo y depósitos, como tampoco lo haremos nosotros.

Cuadro 4-1: Composición de los activos y pasivos (total de activo = 100)

	2014			2008		
	España	UE-11	Alemania	España	UE-11	Alemania
Activos operacionales	66,4	65,8	61,2	68,0	67,8	64,5
Activos financieros	33,6	34,2	38,8	32,0	32,2	35,5
Total activo/pasivo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Patrimonio neto	43,9	36,6	33,6	36,7	33,4	30,2
Provisiones	3,2	8,7	17,5	2,9	9,3	20,6
Deuda financiera	40,4	40,1	38,8	45,3	40,2	37,5
Deuda comercial	10,3	13,0	9,4	13,5	15,5	10,6
Periodificaciones	2,3	1,6	0,7	1,7	1,7	1,1

Fuente: BACH.

Pasando al análisis del pasivo, el primer hecho que destaca en la comparación de la evolución del pasivo de la empresa española con la europea (referencia de la UE-11) es el superior peso del patrimonio neto en la empresa española respecto tanto a la de la UE-11 (+7,3% en 2014) como la de Alemania (+10,3% en 2014). Este proceso de reconstitución patrimonial, más acentuado en el caso español, en parte resulta lógico. Por un lado, muchas empresas han vivido situaciones de apalancamiento financiero negativo (rendimiento de sus inversiones inferior al coste de los recursos ajenos), que, sumadas a la situación decaída de los mercados, lleva a desistir de hacer inversiones; esto, por pura amortización, reduce el activo, lo que a su vez se refleja como disminución de la deuda en el pasivo. Por otro lado, durante la crisis, las restricciones financieras y la renuencia de los bancos a conceder (o incluso renegociar) préstamos y créditos han conducido a que las empresas destinaran su generación bruta de fondos a reducir su endeudamiento, lo que, a su vez, ha ejercido un efecto recesivo en el conjunto de la economía (Garrote *et al.*, 2013). Actualmente, tal como se ha indicado en capítulos precedentes, el escenario de restricción a la financiación se ha flexibilizado sustancialmente, según se refleja en la mejora de la percepción de la capacidad de acceso a la financiación de las pymes europeas (SAFE, 2016)¹⁰. Además, lo anterior se refuerza con la observación de que la máxima participación del patrimonio neto en el activo se produjo en 2013, de donde se podría inferir una incipiente disponibilidad a asumir mayor riesgo empresarial en 2014. Las provisiones presentan, en los períodos analizados, un peso muy inferior en las empresas españolas respecto a la UE-11 y Alemania. Ello es reflejo de la diferente regulación existente entre unos países y otros (p. ej., en el tema de las pensiones de los trabajadores), de las distintas estructuras empresariales (p. ej., provisionan más las empresas grandes que las pequeñas) y de las diversas culturas de riesgo y provisión.

Dentro de la deuda, la más relevante es la financiera. En ella se contabilizan tanto la referida a las emisiones de títulos (p. ej., bonos y obligaciones) por parte de las empresas como las deudas con entidades de crédito, con otras empresas (principalmente por financiación dentro del grupo) y la llamada deuda institucional (con Hacienda y la seguridad social). En el modelo financiero continental, al que pertenece

¹⁰ <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

sin duda España, la primera es claramente marginal¹¹, y prácticamente toda la deuda responde al segundo tipo de deuda financiera. Cuando estalló la crisis en 2007, el nivel de deuda financiera era mayor en España que en la UE y Alemania, como resultado del proceso previo de fuerte apalancamiento, hasta tal punto que el indicador de deuda privada (empresas y hogares) en relación con el PIB (212%) era el tercero más alto de Europa (AFI-FUNCAS, 2015). Mientras que en 2014, el nivel de endeudamiento financiero de las empresas españolas experimenta un fuerte ajuste, ubicándose en un nivel similar al de la UE, y se mantiene ligeramente por encima de Alemania (registrándose en esta última un aumento de la deuda financiera de un +1,3% entre 2008 y 2014).

La deuda comercial es un tipo de deuda que suele variar bastante de unos países a otros, aunque desde la llegada del nuevo siglo se aprecia una tendencia de reducción en todos los territorios. En el caso español, existe una explicación adicional derivada de la situación de la morosidad de las pymes que, durante la crisis, se veían seriamente afectadas por la amplificación del período de la cadena de pagos. Esto motivó un cambio normativo destinado a limitar el máximo de días de pago a proveedores en vigor desde 2013. En 2014, el porcentaje de deuda comercial es un 2,7% menor en España que en la UE.

Cuadro 4-2: Composición de los activos y pasivos (total de activo = 100)

	2014		2008	
	País Vasco	España	País Vasco	España
Activos operacionales	39,6	62,9	45,6	66,1
Activos financieros LP	53,6	29,1	43,8	25,8
Activos financieros CP	6,8	8,0	10,7	8,1
Total activo/pasivo	100,0	100,0	100,0	100,0
Patrimonio neto	56,9	40,8	40,5	35,3
Provisiones	1,3	2,0	2,1	1,8
Deuda financiera	30,7	39,8	42,4	43,2
Deuda comercial	10,9	16,9	14,9	19,3
Periodificaciones	0,2	0,4	0,2	0,4

Fuente: SABI-Infirma.

El Cuadro 4-2 recoge la distribución porcentual de los activos y pasivos de España y el País Vasco con datos de SABI-Infirma. Se destaca que las empresas del País Vasco exhiben un elevado peso de activos financieros en sus balances, siendo superior al de las españolas en 8,4 puntos porcentuales y manifestando, a su vez, una fuerte tendencia creciente. Es pertinente aclarar la influencia que tienen empresas grandes

¹¹ Tal como se observa en las cuentas financieras de la economía española, en el apartado relativo a operaciones de inversión y financiación de las sociedades no financieras que publica el Banco de España, los pasivos netos contraídos estuvieron paralizados o incluso resultaron negativos en el periodo 2009-2011, y luego empezaron a recuperarse y a experimentar crecimientos del 0,3% y 0,4% del PIB. Solo unas pocas grandes empresas acceden a los mercados de emisión de bonos corporativos, y fueron las instituciones financieras los principales suscriptores.

(p. ej., Iberdrola, BBVA, etc.) para determinar este nivel de participación en el agregado (especialmente los activos financieros de largo plazo).

Por su parte, las empresas del País Vasco presentan en SABI porcentajes de recursos propios sensiblemente superiores a los del conjunto de España. Así, entre 2008 y 2014, la participación del patrimonio neto crece 8,1 puntos porcentuales en las empresas del País Vasco y 4,2 en las de España. Al respecto, cabe deducir indirectamente que también las empresas de esta comunidad se posicionan por encima del promedio de las europeas. El tener una mayor proporción de patrimonio neto cabe valorarlo positivamente, puesto que, además de propiciar una mayor solvencia en tiempos de crisis, permite reducir el impacto de los apalancamientos financieros negativos y posibilita el desarrollo de estrategias tales como la internacionalización, las adquisiciones de empresas o el incremento de activos intangibles. Sin embargo, al igual que en Jódar Rosell y Martínez (2012), cabría hacer dos salvedades a la imagen relativamente favorable que del endeudamiento empresarial del País Vasco y del conjunto de España resulta de la observación de la ratio de patrimonio neto sobre el total del activo. En primer lugar, además de este, hay otros indicadores de endeudamiento, que se obtienen principalmente poniendo en relación la deuda con el resultado económico bruto. Pues bien, con estos otros indicadores de endeudamiento no resulta tan evidente el posicionamiento favorable de las empresas vascas y españolas, aunque esto podría haber ido modificándose en 2014 y 2015 por la mejora en los resultados empresariales en España. Y, en segundo lugar, el endeudamiento del conjunto de empresas puede estar ocultando resultados muy dispares, de modo que también se debería analizar este aspecto con microdatos y desagregado por sectores, tramos de tamaño y tipos de empresas.

Asimismo, las empresas del País Vasco, que mostraban en 2008 una deuda financiera ligeramente menor, han acentuado significativamente la diferencia en 2014: 30,7% en el País Vasco vs. 39,8% en España. Se podría inferir entonces que la internacionalización vasca está, en comparación con la española, más fundamentada en la inversión de recursos propios que en el apalancamiento financiero. Con relación a la participación de la deuda comercial en el balance, el País Vasco se encuentra por debajo del registro de España en ambos períodos considerados; y de la tendencia a la baja observada se infiere la influencia del cambio normativo destinado a limitar el máximo de días de pago a proveedores en vigor desde 2013, y cuyos efectos a su vez dependerán de los sectores (p. ej., la construcción) y las diferencias entre empresas públicas y privadas. Hay que destacar que este tipo de financiación (deuda comercial) por lo general no se valora bien por parte de los analistas. En el caso de las empresas grandes, responde con frecuencia a un poder de mercado que dichas empresas (p. ej., grandes distribuidores comerciales, fabricantes de equipo original en automoción...) imponen a sus proveedores, habitualmente pymes. Y en el caso de las pymes, a menudo está ligada a una cierta miopía financiera, ya que, a diferencia de los créditos o préstamos, es una fuente sin coste financiero explícito (aunque su coste real—debido a pérdidas de posibles descuentos por pronto pago y similares— es, con frecuencia, superior al que se derivaría de los tipos de interés crediticio normal), y a que para su obtención la pyme no tiene que entrar en procesos de negociación tan formales y rigurosos como los que plantean las entidades crediticias (también caracterizados por una desigual relación de fuerzas y que requieren que la pyme

proporcione abundante información sobre la empresa, que en ocasiones ni ella misma posee o desea proporcionar).

Finalmente, al observar los datos desagregados de la Comunidad Autónoma del País Vasco (CAPV) por territorios históricos (Nota 4-2 al final del capítulo), se aprecia una significativa diferencia en la composición de partidas en el balance entre Bizkaia, por un lado, y Gipuzkoa y Álava, por otro. Así, la primera presenta un nivel de activos operacionales muy bajo y, por tanto, un elevado nivel de activos financieros. Esto se debe a la mayor presencia de grandes empresas en este territorio, lo que afecta sensiblemente a los valores agregados. A su vez, en el pasivo, también en Bizkaia se observan valores distintivos en relación con un mayor nivel patrimonial y un menor nivel de deuda financiera.

4.4 Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias

Los ingresos de explotación resultan de la suma de la cifra de negocios y los otros ingresos de explotación (movimientos de una variada serie de partidas contables tales como variación de existencias, trabajos realizados para su activo o subvenciones). Su peso es bastante similar en todos los territorios considerados, habiéndose reducido ligeramente su participación en los tres ámbitos económicos analizados.

Cuadro 4-3: Cuenta de resultados de los sectores empresariales (cifra de negocios = 100)

	2014			2008		
	España	UE-11	Alemania	España	UE-11	Alemania
Cifra de negocios	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ingresos de explotación	103,8	104,3	105,5	103,9	104,4	105,8
Consumos intermedios	80,9	82,7	85,5	81,0	83,1	85,3
Gastos de personal	15,0	14,4	13,4	15,9	14,4	13,8
Amortizaciones	3,7	3,1	2,5	3,5	3,1	3,2
Rtdo. neto explotación	4,2	4,1	4,0	3,6	3,8	3,5
Ingresos financieros	1,8	2,1	1,2	2,2	2,1	1,7
Gastos financieros	1,7	1,8	1,5	2,5	2,4	1,9
Impuestos	1,0	1,0	1,0	0,9	1,1	1,1
Resultado del ejercicio	3,4	3,5	2,7	2,4	2,5	2,2

Fuente: BACH.

Las partidas de consumos intermedios y de gastos de personal con frecuencia juegan un papel complementario y por eso conviene analizarlas conjuntamente. Efectivamente, las empresas pueden optar por externalizar parte de sus actividades (lo que se reflejará en un incremento de los consumos intermedios, debido a las mayores compras de bienes y servicios que tendrán que realizar para hacerse con los bienes y servicios de las actividades externalizadas) o por desarrollar esa actividad internamente (lo que se reflejará en un aumento del personal y unos mayores gastos de personal)¹². Lo que el Cuadro 4-3 pone de manifiesto es que existe una estructura

¹² Como se muestra en el último *Informe de Competitividad del País Vasco* (Orkestra, 2015), esas opciones suelen tender a variar entre sectores y entre empresas grandes y pequeñas, en función de la propiedad y de las estrategias particulares de cada empresa.

de costes en la cual el peso de los consumos intermedios en el total de costes de la empresa (promedio de la UE: 82,7%) supera con mucho los gastos de personal (promedio de la UE: 14,4%). Ese elevado peso de los consumos intermedios es señal de la importancia que para el resultado final de la empresa tienen los aprovisionamientos del exterior, tanto desde una visión estricta de los costes como en cuanto a la tecnología (en relación con el desarrollo de productos y los flujos de conocimiento). Claramente, de cara a un abastecimiento con menor coste, las políticas de aprovisionamiento internacional resultan, en general, más eficaces; mientras que las políticas clúster, en principio, se justificarían mejor para aprovisionamientos que posibiliten mayores interacciones y flujos de conocimiento.

El resultado neto de explotación como porcentaje de la cifra de negocios, tanto en 2008 como en 2014, es similar en las tres economías y muestra una tendencia positiva. En España, se observa un ajuste importante en el gasto de personal, que repercute en su margen comercial. En consecuencia, las empresas españolas evidencian una positiva mejora en 2014 y parecen empezar a superar períodos anteriores de baja rentabilidad. Con ello, hay que destacar lo que parece ser un rasgo estructural de las empresas españolas respecto a la UE-11 y Alemania: su carácter procíclico. Así, en la UE los resultados de explotación mantienen una participación más estable en los años comprendidos entre 2008 y 2014, mientras que en España, estos empeoran más con la crisis.

Respecto a los resultados financieros en España y Alemania en 2014, tanto los ingresos como los gastos financieros se ven mermados. El peso que en la facturación suponen los gastos financieros —en los que se incluyen los intereses por la deuda y otra serie de partidas (p. ej., por diferencias de cambio)— resulta, según la base de datos BACH, similar en España y la UE-11, y ligeramente menor en Alemania. Se aprecia, asimismo, en todos los países una tendencia general a la reducción de dicha carga financiera, como fruto del relativo desendeudamiento al que antes nos hemos referido, y de la disminución de los tipos de interés en los mercados financieros. Por su parte, en la base de datos BACH se observa que en 2008 los gastos financieros eran superiores a los ingresos financieros en las tres unidades territoriales consideradas, mientras que para 2014 tanto España como la UE revierten esa condición.

El peso que suponen los impuestos sobre la cifra de negocios es similar en España y en el promedio de la UE, según la base de datos BACH, tanto en 2014 como en 2008.

Cuadro 4-4: Cuenta de resultados de los sectores empresariales (cifra de negocios = 100)

	2014		2008	
	País Vasco	España	País Vasco	España
Cifra de negocios	100,0	100,0	100,0	100,0
Ingresos de explotación	104,2	104,3	104,9	105,3
Consumos intermedios	81,8	84,2	80,5	83,9
Gastos de personal	14,9	14,4	13,0	14,0
Amortizaciones	2,8	2,8	2,9	2,7
Rtdo. neto explotación	4,7	2,8	8,5	4,7
Ingresos financieros	1,3	1,9	2,6	3,2
Gastos financieros	3,6	2,9	4,2	3,8
Impuestos	0,2	0,5	0,2	0,3
Resultado del ejercicio	1,9	1,4	6,7	3,2

Fuente: SABI-Informa.

La comparación, basada en los datos de SABI, con respecto a la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias del País Vasco y España se presenta en el Cuadro 4-4. En el caso del País Vasco, el porcentaje que suponen los consumos intermedios sobre la cifra de negocios ha evidenciado un aumento de 1,3 puntos porcentuales entre 2013 y 2014, lo cual resulta lógico como consecuencia de un aumento de la actividad, aunque ello haya resentido sensiblemente su margen operativo. Adicionalmente, en el País Vasco se observa un aumento importante (+1,9%) del peso de los gastos de personal entre 2008 y 2014. De la observación del porcentaje que suponen los gastos de personal sobre la facturación no cabe deducir una conclusión inmediata sobre la competitividad o no de los costes laborales de la empresa, ya que ese mayor (o menor) porcentaje puede ser el puro reflejo de un menor (o mayor) recurso de la empresa a la externalización de actividad, y no de unos costes laborales y productividad por operario superiores (o inferiores) a los de los competidores¹³.

En cuanto a las amortizaciones y depreciaciones, estas presentan, con respecto a la cifra de negocios, un valor similar en el País Vasco y en España. Si se relacionan, a su vez, las amortizaciones con los activos no financieros, debido a la mayor composición de inversión financiera e industrial de las empresas vascas, el indicador anterior registra un nivel ligeramente superior en el País Vasco.

A diferencia de la evolución del resultado neto de explotación que ofrece la base de datos BACH para España (según la cual este indicador habría vuelto, e incluso superado, los niveles alcanzados por las empresas españolas en 2008), los datos de la base SABI indican que el porcentaje que supone el resultado neto de explotación sobre la cifra de negocios no ha conseguido retornar todavía, en 2014, a los niveles que se observaban en 2008. Aun así, las empresas del País Vasco han mantenido en este período un desempeño operativo superior al español.

¹³ El análisis de la competitividad de los costes laborales requiere tomar en consideración más variables que las contenidas en la cuenta de resultados —entre otras, datos de empleo (distinguiendo entre asalariado y no asalariado y, todavía mejor, horas de trabajo totales y horas de trabajo de los asalariados)—, y para dicho análisis resultan más idóneos los datos de las cuentas económicas que publican las estadísticas oficiales.

En relación con los resultados financieros, tanto en España como en el País Vasco, aún se conserva en 2014 la condición de ingresos financieros inferiores a los gastos financieros. Las empresas del País Vasco tienen una carga financiera superior a la de las empresas españolas y menores ingresos financieros, lo que implicaría una rentabilidad muy baja de los activos financieros presentes en sus balances.

A su vez, la carga impositiva —calculada dividiendo la partida de impuestos por el resultado del ejercicio— que soporta el conjunto de las empresas del País Vasco en el impuesto de sociedades (6,4%) es inferior a la de las empresas españolas (25%).

Los datos desagregados de la CAPV (Nota 4-2 al final del capítulo) por territorios históricos muestran una caída en la participación de los ingresos de explotación, con la excepción de Gipuzkoa. A su vez, se observa un aumento general en los costes. Por ejemplo, el incremento de los costes de personal es generalizado, pero más significativo en Álava (+3,4 puntos porcentuales) y Gipuzkoa (+2,2 puntos porcentuales). En Bizkaia el nivel de consumo intermedio aumenta de forma más significativa. Como consecuencia de lo anterior, todos los territorios ven erosionado sustancialmente su resultado neto de explotación. El resultado financiero (ingresos financieros vs. gastos financieros) es débil, aunque las empresas guipuzcoanas muestran un desempeño relativo mejor.

4.5 Análisis de la rentabilidad

Al analizar la estructura de la cuenta de resultados ya nos hemos encontrado con el resultado neto de explotación como porcentaje de la cifra de negocios. A dicho indicador suele denominárselo margen comercial. Obviamente, cuanto mayores sean los márgenes comerciales, mayor será la rentabilidad que la empresa obtenga por cada euro invertido en su activo (esto es, mayor será su ROA).

Cuadro 4-5: Indicadores de rentabilidad de los sectores empresariales (%)

	2014			2008		
	España	UE-11	Alemania	España	UE-11	Alemania
Margen comercial	4,2	4,1	4,0	3,6	3,8	3,5
Rotación de activos	0,7	1,0	1,2	0,8	1,1	1,2
ROA total	3,0	3,8	4,7	2,9	4,1	4,3
ROA de operaciones	4,6	6,1	7,6	4,3	6,2	6,7
ROA financiero	3,9	5,3	3,5	5,6	7,4	5,8
ROE	5,5	7,9	9,3	5,3	7,9	8,9

Fuente: BACH.

El ROA, o rentabilidad del activo, no depende solo de los márgenes comerciales, sino también de la rotación que se logre dar al activo. Un nivel de rotación alto puede significar una “mayor productividad en la gestión del activo neto en cuanto que estima su capacidad para desarrollar la actividad y genera las ventas” (Pérez-Carballo Veiga, 2015). En este sentido, existe una tasa de rotación en España claramente por debajo de las de la UE-11 y Alemania. Esto pone en evidencia cómo una ligera caída de la

rotación afecta sensiblemente al ROA. Con ello, las empresas españolas muestran un ROA menor que la UE-11 y que Alemania, antes y después de la crisis.

Salas (2014) advierte de que, al relacionar el resultado neto de explotación con el total del activo, estamos poniendo en relación el primero con un conjunto de activos que van más allá de los estrictamente necesarios para generar aquel resultado. En efecto, entre los activos de los balances empresariales se encuentran no solo los “activos operacionales” necesarios para la realización de la actividad de producción y venta de la empresa, sino también los activos financieros, que en gran medida responden a las participaciones de las empresas en sus filiales, muchas de ellas en el extranjero. Esto es, al considerar como rendimiento del total del activo solo el del resultado neto de explotación, se está ignorando el rendimiento que generan los activos financieros de la empresa, que principalmente se computa como ingreso financiero. Para corregir tal hecho, Salas propone separar la rentabilidad de los activos de las operaciones (ROA de operaciones) de la de los activos financieros (ROA financiero). La primera se obtendría poniendo en relación el rendimiento neto de explotación con los activos operacionales; y la segunda, poniendo en relación los ingresos financieros con los activos financieros¹⁴. El ROA de operaciones sería el indicador que, según Salas, mejor mide las expectativas de rentabilidad del capital para las inversiones en el territorio. En esta ratio se verifica una debilidad española, ya que registra una significativa diferencia negativa con respecto a la media de la UE-11 (-1,5%) y Alemania (-3,8%). Por su parte, el ROA financiero muestra una tendencia decreciente en los tres territorios.

Finalmente, el ROE es ligeramente creciente en España y Alemania, lo que refleja el desapalancamiento financiero. Hay que destacar que las empresas españolas, hasta 2013 todavía registraban unos ROE que no llegaban ni a la mitad de los de 2008, mientras que en el promedio de la UE-11 y Alemania, en esas fechas, las empresas ya habían conseguido mejorar sensiblemente su posición con rentabilidades sobre recursos propios semejantes a las del comienzo de la crisis.

Cuadro 4-6: Indicadores de rentabilidad de los sectores empresariales (%)

	2014		2008	
	País Vasco	España	País Vasco	España
Margen comercial	4,7	2,8	8,5	4,7
Rotación de activos	0,5	0,7	0,6	0,8
ROA total	2,3	2,1	4,7	3,6
ROA de operaciones	5,7	3,4	10,4	5,4
ROA financiero	1,0	3,8	2,6	7,1
ROE	1,7	2,6	9,2	7,0

Fuente: SABI-Infoma.

Según la comparación con datos de SABI, en el apartado anterior ya se indicaba que los márgenes de las empresas del País Vasco registran valores por encima del promedio español. En 2014, debido a la influencia del aumento de los costos relativos

¹⁴ Conviene señalar que, aun así, el ROA financiero estaría infraestimando la rentabilidad real de los activos financieros por efectos tales como las reinversiones de resultados en el exterior, o por los ajustes de precios de transferencia (Salas, 2014).

o a una menor dinámica de ingresos, sus márgenes se erosionan. Esta es una debilidad no imputable exclusivamente a la crisis (que podría haber llevado a una mayor caída de las ventas en España), sino que también podría deberse a excesos de capacidad, ya que las empresas del País Vasco (al igual que en 2008) muestran un índice de rotación menor que el promedio español. Hay que puntualizar que, para calcular la tasa de rotación, se incluye en el denominador todo tipo de activos —es decir, también los activos financieros¹⁵—, lo cual podría estar influyendo negativamente en el indicador de rotación. Con todo, con el sistema indirecto de comparación hasta ahora empleado, los valores de las empresas del País Vasco han superado los de España durante 2014, y serían competitivos con los comparables en la UE, pero por debajo de los de Alemania. Por último, la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) precrisis de la empresa del País Vasco era inferior a la de España, lo cual es lógico por su menor apalancamiento financiero.

Con relación a los datos por territorios históricos (Nota 4-2 al final del capítulo), se aprecia una menor disminución de margen en las empresas alavesas, con el contraste de una fuerte reducción de margen en Bizkaia. Uno de los efectos más notables es la baja rotación en Bizkaia (influenciada negativamente por sus tenencias de activos financieros). La rotación es un indicador que favorece a las empresas guipuzcoanas. Una merma fundamental en Bizkaia es la caída del ROA financiero.

4.6 Análisis del endeudamiento empresarial

Pasando del análisis de la rentabilidad al del endeudamiento y siguiendo a Maudos y Fernández de Guevara (2013), cabría distinguir tres tipos de cuestiones en su análisis. Por un lado, el nivel que alcanza dicho endeudamiento. Por otro, la capacidad de la empresa para la devolución de la deuda. Y, por último, la vulnerabilidad, o riesgo, ligada a dicho endeudamiento en que está inmersa la empresa.

El siguiente Cuadro 4-7 muestra los indicadores de endeudamiento antes mencionados con base en los datos del Proyecto BACH.

Cuadro 4-7: Indicadores para el análisis del endeudamiento de los sectores empresariales

	2014			2008		
	España	UE-11	Alemania	España	UE-11	Alemania
Deuda s/activo (%)	56,2	63,4	66,4	63,3	66,6	69,8
Deuda s/VAB (%)	336,7	310,7	286,5	308,2	291,3	275,7
Deuda/RNE	18,5	17,8	14,3	21,6	17,1	16,2
Gto financ./ (RNE + Ingr. financ.)	0,29	0,30	0,29	0,43	0,39	0,37
Coste del endeudamiento (%)	2,7	3,2	4,0	4,1	4,4	4,5
ROA	3,0	3,8	4,7	2,9	4,1	4,3

¹⁵ No contribuyendo generalmente mucho los activos financieros a una mayor cifra de negocios y caracterizándose la empresa del País Vasco por un mayor nivel de activos financieros, eso hace que en esta comunidad autónoma el denominador de la ratio sea mayor, sin que el numerador apenas se reduzca y, como consecuencia, la rotación de activos se vea favorablemente afectada por ese mayor nivel de activos financieros. Esta cuestión se desarrolla en este documento más adelante, distinguiendo el ROA de operaciones del ROA financiero.

Fuente: BACH. (RNE: resultado neto de explotación. VAB: valor añadido bruto. ROA: rentabilidad económica del activo).

El nivel de endeudamiento, como anteriormente se ha indicado, puede medirse de diferentes modos. Los dos más habituales son relacionar la deuda con el total del activo y con el VAB. Pues bien, del Cuadro 4-7 se desprende que en 2014, el porcentaje de deuda sobre el activo era inferior en España que en la media de la UE-11 y Alemania, evidenciando nuevamente el fuerte desapalancamiento financiero. Sin embargo, en el indicador de deuda sobre VAB, tal como ya advertían otros analistas (véase, por ejemplo Jódar Rosell y Martínez, 2012), la posición relativa española no es tan positiva, ya que España mantiene una ratio superior a la de la UE-11 y Alemania (pre y poscrisis), y la tendencia creciente es superior (+28% en España frente a +19% y +11% en la UE-11 y Alemania, respectivamente).

La capacidad de las empresas para la devolución de la deuda se puede medir poniendo en relación la deuda con el resultado neto de explotación que obtiene la empresa. De esa manera, se estima el número de años que esta necesitaría para devolver la deuda, si destinara todos sus resultados a ello. Pues bien, en España al inicio de la crisis se necesitaban 4,4 años más que en la UE-11 y 5,4 años más que en Alemania para devolver completamente las obligaciones financieras. Eso confirmaría la opinión de la mayoría de los analistas de que el problema del endeudamiento que presenta la empresa española no radica tanto en su nivel, sino en que la capacidad de generar resultados con esos fondos es claramente insuficiente o, cuando menos, inferior a la de empresas de otros países europeos. Hay que destacar que, de 2008 a 2014, la debilidad financiera española se ha corregido fuertemente, aunque aún permanece por encima de la empresa media de la UE-11 y Alemania.

Por último, el riesgo de la deuda aparece ligada a que la carga de esta no pueda afrontarse con los resultados que obtiene la empresa. Más concretamente, siguiendo a Ruano y Salas (2004), cabría definir el riesgo empresarial como “la probabilidad de que una empresa elegida al azar dentro de la población de empresas no financieras de la economía obtenga un nivel de resultados económicos menor o igual que un umbral previamente fijado”. Los autores citados mencionan tres posibles umbrales para la fijación del riesgo: en primer lugar, que el ROA sea negativo; en segundo lugar, que los gastos financieros superen el resultado neto de explotación más los ingresos financieros; y, en tercer lugar, que el coste medio del endeudamiento supere el ROA.

En cuanto a la relación entre la carga financiera (intereses y otros gastos financieros) y la generación de recursos (resultado neto de explotación e ingresos financieros), del Cuadro 4-7 se desprende que el conjunto de las empresas españolas ha convergido al nivel del conjunto de empresas de la UE-11 y Alemania (aproximadamente 0,30 veces). A su vez, para valorar la situación en el tercer umbral crítico, resulta necesario calcular previamente el coste aparente del endeudamiento, para lo que es preciso poner en relación los intereses pagados con la deuda con coste aparente. Así pues, ese coste resulta inferior en la empresa española que en la de la mayoría de los países de la UE, lo que es reflejo de la bajada experimentada en los tipos de interés (reducción del coste de financiación). Positivamente, en términos evolutivos, para 2014 en los tres ámbitos considerados el ROA supera el costo de endeudamiento.

Cuadro 4-8: Indicadores para el análisis del endeudamiento de los sectores empresariales

	2014		2008	
	País Vasco	España	País Vasco	España
Deuda s/activo (%)	43,1	59,2	59,5	64,7
Deuda s/VAB (%)	398,7	397,6	439,4	398,8
Deuda/RNE	19,1	28,1	12,6	18,2
Gto financ./(RNE + Ingr. financ.)	0,60	0,61	0,38	0,49
Coste del endeudamiento (%)	3,4	3,4	4,3	4,7
ROA	2,3	2,1	4,7	3,6

Fuente: SABI-Infirma. (RNE: resultado neto de explotación. VAB: valor añadido bruto. ROA: rentabilidad económica del activo).

Finalmente, el Cuadro 4-8 recoge la comparación de los indicadores de endeudamiento entre el País Vasco y España según datos de la base SABI-Infirma. El indicador de la razón entre deuda y activo registra una tendencia a la baja y un nivel sensiblemente inferior en el País Vasco en 2014. Por su parte, con respecto al indicador que relaciona la deuda con el valor añadido bruto, el País Vasco presenta un nivel similar al del conjunto de España (con una notable mejoría entre 2008 y 2014), de modo que indirectamente parecería poder deducirse que su nivel de endeudamiento, relativizado por el nivel de actividad, es superior al de la UE-11 y Alemania. Asimismo, la deuda en relación con el resultado neto de explotación muestra que la posición de la empresa del País Vasco es sensiblemente mejor que la observada para la española; sin embargo, la tendencia es creciente en ambos territorios según los datos de SABI.

Con relación a los indicadores críticos de vulnerabilidad, el indicador de carga financiera aumenta sensiblemente; mientras que, de acuerdo con los datos de la misma fuente, a pesar de la disminución del coste aparente del endeudamiento, este sigue siendo superior al ROA en el conjunto de las empresas del País Vasco y España, manteniéndose así la situación de apalancamiento financiero negativo.

A nivel territorial, la disminución fundamental del indicador de deuda en relación con el activo se debe a la baja sustancial de Bizkaia (por influencia de las grandes empresas). Por su parte, la relación con el valor añadido bruto y con el resultado neto de explotación evidencia las debilidades de productividad y capacidad para generar resultados, siendo Gipuzkoa la más perjudicada (pasa de 12 a 19 años para pagar la deuda utilizando solo el resultado, aunque es la que exhibe mejor relación entre deuda y valor añadido bruto). Por su parte, la diferencia entre ROA y costo de endeudamiento se ha agudizado, excepto en Álava.

4.7 Conclusiones

El objetivo del presente documento de trabajo es actualizar el análisis económico-financiero de la empresa vasca, manteniendo el enfoque metodológico establecido en Navarro (2015). Hay que destacar que existen limitaciones importantes en la estandarización de los datos contables entre las diferentes jurisdicciones. No obstante, utilizando datos del Proyecto BACH y de SABI-Infirma, se ha realizado un análisis comparativo en el que se ha empleado una metodología de tipo “indirecto” para

relacionar y comparar los resultados del País Vasco con los de España y el contexto europeo.

Entre los resultados obtenidos podemos destacar que el cuadro de situación que presenta el análisis económico-financiero de la empresa vasca se caracteriza por disponer de un adecuado nivel de solvencia (patrimonio) y capacidad de reembolso, mientras que la rentabilidad aún permanece restringida (por efecto de la crisis y del contexto macro). Por su parte, al trabajar con datos agregados, tiene una gravitación muy relevante la influencia de las grandes empresas (especialmente en Bizkaia) para determinar el desempeño general.

Finalmente, las líneas de investigación futura son amplias, destacándose la necesidad de mantener la recomendación ya realizada por Navarro (2015) de continuar avanzando en la indagación de la comparación entre datos agregados y microdatos y en la observación del impacto del tamaño empresarial y los sectores económicos.

Notas

Nota 4-1: Partidas de balance y cuentas de resultados. Ratios

	Cuentas empleadas por ORKESTRA	Cuentas empleadas por Sabi, en su formato abreviado de cuentas *	Cuentas empleadas por el Proyecto BACH *	
BALANCE	ACTIVO	1.1 Activos operacionales	I1 Inmovilizado intangible II1 Inmovilizado material III1 Inversiones inmobiliarias VII1 Deudas comerciales no corrientes III2 Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar II2 Existencias VII2 Efectivo y otros activos líquidos equivalentes VI1 Activos por impuesto diferido VI2 Periodificaciones a corto plazo	A11 Intangible fixed assets A12 Tangible fixed assets A3 Trade receivables A4 Other receivables A2 Inventories A7 Cash and bank A5 -Deferred assets
		1.2 Activos financieros	IV1 Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo V1 Inversiones financieras a largo plazo IV2 Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo V2 Inversiones financieras a corto plazo	A13 -Financial fixed assets A6 Other financial assets, current
		2.1 Patrimonio neto	A) Patrimonio neto	E -Total Equity
		2.2 Provisiones	I1 Provisiones a largo plazo I2 Provisiones a corto plazo	LP Provisions
		2.3 Deuda financiera	II1 Deudas a largo plazo III1 Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo IV1 Pasivos por impuesto diferido VII1 Deuda con características especiales a largo plazo II2 Deudas a corto plazo III2 Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo VI2 Deuda con características especiales a corto plazo	L1 Bonds and similar obligations L2 Amounts owed to credit institutions L3 Other creditors
	2.4 Deuda comercial	VI Acreedores comerciales no corrientes IV Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	L4 Trade payables L5 Payments received on account of orders, current	
	2.5 Periodificaciones	V1 Periodificaciones a largo plazo V2 Periodificaciones a corto plazo	L6 Deferred liabilities	
	CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	Cifra de negocios	1. Importe neto de la cifra de negocios	I1 Net turnover
		Ingresos de Explotación	Suma de los saldos de las cuentas 1, 2, 3, 5, 9, 10, 11 y 12 cuando tienen signo positivo	I1 Net turnover I2 Variation in stocks of finished goods and work in progress I3 Capitalised production I41 of which: Operating subsidies and supplementary operating income I43 of which: Extraordinary income**
		Consumos intermedios **	Consumos intermedios **	Consumos intermedios **
Gastos de personal		6. Gastos de personal	I7 Staff costs	
Amortizaciones		8. Amortización del inmovilizado	I9 Depreciation and amortization on intangible and tangible fixed assets	
Resultado neto de explotación		A. Resultado de explotación	Resultado neto de explotación (IT3+I11+I83+I10-I42)	
Ingresos financieros		13. Ingresos financieros Suma de los saldos de las cuentas 16, 17 y 18 cuando tienen signo positivo	I42 of which: Financial income	
Gastos financieros		14. Gastos financieros Suma de los saldos de las cuentas 16, 17 y 18 cuando tienen signo negativo	I10 Interests on financial debts I83 of which: Financial expenses other than interests on financial debt	
Impuestos		19. Impuestos sobre beneficios	I11 Tax on profit	
Resultado del ejercicio		D) Resultado del ejercicio	IT3 Net profit or loss for the period	

(*) Los códigos y nombres son los empleados por Sabi y BACH

(**) Esta partida se ha obtenido por diferencia: Ingresos de explotación-gastos de personal-amortizaciones-Resultado neto de explotación

RATIOS GENERADOS A PARTIR DE LAS CUENTAS DE ORKESTRA

- Deuda: Activo – Patrimonio neto
- Margen comercial: Resultado neto de explotación * 100 / Cifra de negocios
- Rotación del activo: Cifra de negocios * 100 / Activo
- ROA total: Resultado neto de explotación * 100 / Activo
- ROA de operaciones: Resultado neto de explotación *100/ Activo de operaciones
- ROA financiero: Ingresos financieros * 100 / Activo financiero
- ROE: (Resultado del ejercicio) *100 / Patrimonio neto
- Deuda con coste: Deuda financiera
- Deuda s/activo: Deuda * 100 / Activo total
- Deuda s/VAB: Deuda * 100 / Valor Añadido
- Deuda/RNE: Deuda / Resultado neto de explotación
- Carga financiera: Gastos financieros * 100/ (Resultado neto explotación + Ingresos financieros)
- Coste de endeudamiento: Intereses * 100 / Deuda financiera
- Carga impositiva: Impuesto sobre beneficios * 100/ (Resultado del ejercicio + Impuesto sobre beneficios)

Nota 4-2: Partidas de balance y cuentas de resultados. Ratios. Provincias de la CAPV

	2014				2008			
	País Vasco	Alava (Al)	Gipuzkoa (Gu)	Bizkaia (Bi)	País Vasco	Alava (Al)	Gipuzkoa (Gu)	Bizkaia (Bi)
Activos operacionales	39,6	61,6	72,9	31,5	45,6	69,4	76,3	37,3
Activos financieros	60,4	38,4	27,1	68,5	54,4	30,6	23,7	62,7
Activos financieros LP	53,6	26,7	17,8	62,5	43,8	21,9	15,1	51,5
Actvos financieros CP	6,8	11,7	9,3	5,9	10,7	8,7	8,7	11,3
Total activo/pasivo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Patrimonio neto	56,9	43,1	44,2	60,5	40,5	43,3	39,8	40,2
Provisiones	1,3	0,6	2,9	1,1	2,1	0,8	2,0	2,3
Deuda financiera	30,7	39,5	30,3	29,9	42,4	34,1	31,0	45,4
Deuda comercial	10,9	16,7	22,3	8,3	14,9	21,6	27,0	12,0
Periodificaciones	0,2	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2

	2014				2008			
	País Vasco	Alava (Al)	Gipuzkoa (Gu)	Bizkaia (Bi)	País Vasco	Alava (Al)	Gipuzkoa (Gu)	Bizkaia (Bi)
Cifra de negocios	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ingresos de explotación	104,2	104,4	104,0	104,3	104,9	105,0	103,7	105,4
Consumos intermedios	81,8	80,6	78,7	83,2	80,5	84,4	78,9	80,3
Gastos de personal	14,9	16,5	19,4	12,9	13,0	13,1	17,2	11,5
Amortizaciones	2,8	3,3	3,1	2,7	2,9	2,9	3,3	2,7
Rtdo. neto explotación	4,7	4,0	2,8	5,5	8,5	4,6	4,3	10,9
Ingresos financieros	1,3	1,6	1,6	1,1	2,6	3,2	1,6	2,8
Gastos financieros	3,6	2,2	1,8	4,6	4,2	2,5	2,0	5,4
Impuestos	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,3
Resultado del ejercicio	1,9	1,4	2,5	1,8	6,7	4,8	3,7	8,2

	2014				2008			
	País Vasco	Alava (Al)	Gipuzkoa (Gu)	Bizkaia (Bi)	País Vasco	Alava (Al)	Gipuzkoa (Gu)	Bizkaia (Bi)
Margen comercial	4,7	4,0	2,8	5,5	8,5	4,6	4,3	10,9
Rotación de activos	0,5	0,7	0,9	0,4	0,6	0,8	1,0	0,5
ROA total	2,3	2,7	2,5	2,2	4,7	3,6	4,1	5,0
ROA de operaciones	5,7	4,3	3,4	6,9	10,4	5,1	5,4	13,4
ROA financiero	1,0	2,8	5,2	0,7	2,6	8,1	6,6	2,0
ROE	1,7	2,2	4,9	1,2	9,2	8,5	8,8	9,4

	2014				2008			
	País Vasco	Alava (Al)	Gipuzkoa (Gu)	Bizkaia (Bi)	País Vasco	Alava (Al)	Gipuzkoa (Gu)	Bizkaia (Bi)
Deuda s/activo (%)	43,1	56,9	55,8	39,5	59,5	56,7	60,2	59,8
Deuda s/VAB (%)	398,7	353,7	250,5	476,4	439,4	359,7	253,5	520,9
Deuda/RNE	19,1	21,3	22,6	18,1	12,6	15,9	14,6	12,0
Gto financ./ (RNE + Igr. fin.)	0,60	0,39	0,41	0,68	0,38	0,31	0,33	0,40
Coste del endeud.(%)	3,4	3,0	3,3	3,4	4,3	5,0	5,0	4,2
ROA	2,3	2,7	2,5	2,2	4,7	3,6	4,1	5,0

Referencias

- AFI-FUNCAS (2015). *Endeudamiento de España: ¿Quién debe a quién?* Madrid: FUNCAS.
- BACH (2015). *User Guide*. Banco de Francia - Unión Europea. Octubre.
- CLP (2013). *Estudios Anuales*. Caja Laboral Popular.
- Fernández de Guevara, J. (2014). El riesgo de las empresas españolas en la crisis. En J. C. Fariñas y J. Fernández de Guevara (Eds.), *La empresa española ante la crisis del modelo productivo*. Bilbao: Fundación BBVA.
- Garrote, D., Llopis, J. y Vallés, J. (2013) Los canales del desapalancamiento del sector privado: Una comparación internacional. *Documentos Ocasionales*, 1.302, Banco de España.
- Guillén Rodríguez, M. (2004). La internacionalización de las empresas españolas. *Historia Empresarial*, 812, 211-224. ICE.
- Jódar Rosell, S. y Martínez, I. (2012). *El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿Problema común o de unas pocas?* Documento de Trabajo de La Caixa.
- Maudos, J. y Fernández de Guevara, J. (2013). La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras españolas desde el inicio de la crisis. Un análisis desagregado. *Boletín Económico*, enero, 81-87. Banco de España.
- Menéndez, A., y Méndez, M. (2011). Evolución de las inversiones en el extranjero de las empresas no financieras españolas e implicaciones para su estructura financiera y rentabilidad. *Boletín Económico*, diciembre, 81-87. Banco de España.
- Navarro, M. (2015). Análisis económico-financiero comparado de la empresa vasca. *Cuadernos del Informe de Competitividad del País Vasco 2015: Transformación productiva en la práctica. Número 1*. Bilbao: Publicaciones Universidad de Deusto.
- Orkestra (2015). *Informe de Competitividad del País Vasco 2015: Transformación productiva en la práctica*. Bilbao: Publicaciones Universidad de Deusto.
- Ruano, S. y Salas, V. (2004). Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas. *Estabilidad Financiera*, 7, 159-183.
- SAFE (2016). *Survey on the Access to Finance of Enterprises*. European Central Bank.
- Salas, V. (2014). *Las sociedades no financieras en la crisis: Rentabilidad, inversión y endeudamiento*. Universidad de Zaragoza. 13 de mayo.

5 ANÁLISIS DE RIESGO DE LA EMPRESA VASCA

5.1 Introducción

Una de las recomendaciones del informe “Análisis económico-financiero comparado de la empresa vasca” (Navarro, 2015)¹⁶ estaba dirigida a la necesidad de profundizar en el análisis de la exposición al riesgo financiero de la empresa vasca utilizando herramientas específicas¹⁷. Al respecto, los denominados modelos de riesgo de crédito se dirigen a establecer una medida de la probabilidad de incumplimiento por parte de una empresa de sus obligaciones financieras. Concretamente, el riesgo de crédito se define como “la posibilidad de sufrir pérdidas derivadas del incumplimiento por el deudor de sus obligaciones contractuales” (BDE, 2012). Las implicaciones derivadas de este incumplimiento no se restringen únicamente al coste económico que tiene que absorber el prestamista (p. ej., bancos y otros agentes de financiación interna o externa) sino que también tiene efectos sociales, políticos y medioambientales.

La probabilidad de incumplimiento de una empresa depende fundamentalmente de variables relacionadas con factores externos y con factores propios del tomador de crédito (Gómez y Partal, 2010). Entre las primeras, destaca la influencia del denominado riesgo soberano, que “se asocia con la capacidad y predisposición de pago de las deudas estatales de un país” (Rojas Gómez, 2008)¹⁸. En el caso de España, se refleja en la opinión de las tres principales agencias de calificación: BBB+ (Estable) para Fitch, BBB+ (Estable) para S&P, y Baa2 (Estable) para Moody's¹⁹. Adicionalmente, la situación del entorno económico-financiero incluye condicionantes tales como: características del sector de actividad económica, cambios tecnológicos o normativos y condiciones del ciclo económico. Por ejemplo, las estadísticas de las empresas concursadas en España y el País Vasco revelan el fuerte impacto de la reciente recesión sobre la supervivencia empresarial. En la Figura 5-1 se observa el considerable aumento de empresas que no pueden atender sus compromisos financieros pertinentemente. Desde un punto de vista evolutivo, en los últimos dos años se ha revertido la tendencia creciente, aunque el nivel continúa situándose muy por encima de los registros previos al inicio de la crisis. Por su parte, mientras que con anterioridad a esta los concursos en la CAPV representaban aproximadamente un 10% del total español, durante la crisis este indicador se ha mantenido en una media aproximada del 7%. Dentro de la CAPV, el territorio histórico con mayores incidencias concursales (nivel y tendencia) es el de Bizkaia.

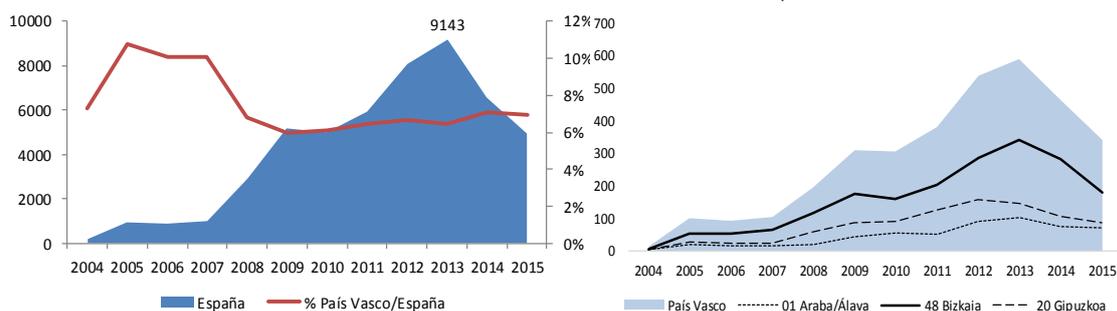
¹⁶ Informe de Competitividad del País Vasco 2015. Cuaderno 1.

¹⁷ Ese trabajo hace un aporte significativo en el diagnóstico de la situación de riesgo mediante la determinación de tres umbrales críticos (Ruano y Salas, 2004) basados en medidas del análisis económico-financiero tradicional. Estos son: a) ROA negativo, b) gastos financieros mayores a la suma de resultado neto de explotación e ingresos financieros, y c) coste medio del endeudamiento superior al ROA.

¹⁸ Citando a Cantor y Packer (1996).

¹⁹ A su vez, el *rating* de la deuda pública vasca es BBB+ para Fitch, A para S&P, y Baa1 para Moody's, sobre la base de su autonomía fiscal, la capacidad de mantener cuentas públicas ordenadas, un compromiso continuo de apoyo a la política industrial y la generación de un sistema de apoyo a la innovación.

Figura 5-1: Evolución de las empresas concursadas. España y País Vasco



Fuente: INE.

Por su parte, entre los factores determinantes relacionados con las características y decisiones individuales de las empresas, se consideran aspectos de carácter cuantitativo y cualitativo, respectivamente. Cuantitativamente, a partir de los indicadores de las partidas contables contenidas en el balance y la cuenta de ganancias y pérdidas, se desarrollan ratios financieros que permiten determinar y comparar diferentes aspectos empresariales relativos a solvencia, liquidez, endeudamiento y rentabilidad. A su vez, los estudios de modelización incluyen una gran variedad de factores cualitativos, tales como el posicionamiento competitivo, la estructura accionarial y la calidad de los directivos, entre otros (Gómez y Partal, 2010).

El interés por profundizar en el estudio de la problemática de la insolvencia financiera viene motivado por su trascendencia económica, normativa y social. Desde una perspectiva económica, se han identificado siete tipos de agentes interesados en disponer de información sobre la solidez financiera de las empresas: entidades financieras, para la concesión de créditos; inversores y analistas financieros, para tomar decisiones de inversión; accionistas, para predecir el éxito de la aportación de capital; clientes y proveedores, para mantener relaciones comerciales; auditores, para verificar el cumplimiento de normativas; economistas y consultores externos, para disponer de un indicador del dinamismo de un territorio o de un sector económico; y directores de empresas, para sus tareas de planificación (Gabás Trigo, 1997). Para el sector público también es una variable de seguimiento importante para establecer sus políticas de apoyo, así como para estimar los recursos impositivos potenciales que dejará de percibir. Otra derivación económica sustancial se ocasiona en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes), que en las fases regulares del ciclo económico experimentan restricciones para acceder a los canales tradicionales de crédito y para las que, en un contexto de crisis, estas limitaciones se magnifican. Ello repercute sensiblemente en el desempeño de la economía territorial, debido a la importancia de las pymes en el sistema económico local. Desde la perspectiva normativa, se han producido recientemente exigentes cambios en el marco regulatorio del sistema financiero, especialmente en lo relativo a la supervisión bancaria, que requieren obligatoriedad en el desarrollo, uso y mantenimiento de herramientas de calificación crediticia (Tascón y Castaño, 2009). Asimismo, para las entidades bancarias las normativas emanadas del Comité de Basilea (II y III) han ido requiriendo la utilización de métodos internos de cálculo para con ello determinar la asignación de capital requerido. Desde una perspectiva social, las derivaciones son variadas. Por ejemplo, una generalización del fracaso empresarial revela debilidades dinámicas del

entorno para el desarrollo de actividades de emprendimiento, atracción de talento, generación de empleo y formación de recursos, que son cuestiones significativas en el caso de los jóvenes (UNCTAD, 2014).

Las implicaciones antes mencionadas fundamentan la necesidad de disponer de una herramienta analítica que permita obtener un indicador del nivel de riesgo de crédito y clasificar así el comportamiento económico-financiero de las empresas. La literatura sobre la modelización del riesgo de crédito es abundante y está básicamente determinada por el desarrollo de dos aspectos centrales. Por un lado, se hace hincapié en aspectos teóricos relativos, tales como la demarcación de la situación de insolvencia o fracaso empresarial, que admite múltiples significados y caracterizaciones, y la determinación de las causas de la insolvencia financiera (Gabás Trigo, 1997). Por otro lado, un aspecto fundamental en el desarrollo metodológico elaborado en torno a esta problemática es la gran diversidad de técnicas aplicadas que tienen como requisito fundamental el de desarrollar la capacidad de discriminar entre casos “buenos” y “malos”. Así, las herramientas utilizadas incluyen la aplicación de técnicas estadísticas de tipo paramétrico (p. ej., modelos univariantes, multivariantes logit o probit, etc.) y no paramétrico (p. ej. análisis de clústeres, redes neuronales, etc.). En general, los modelos empleados por las entidades de crédito para evaluar la calidad crediticia de sus clientes combinan la información crediticia histórica de sus bases de clientes, su conocimiento experto en la administración de la cartera de riesgos y la aplicación de técnicas estadísticas.

El objetivo de este capítulo es describir el proceso y los resultados obtenidos en el desarrollo de una herramienta analítica que asigna una calificación de riesgo de crédito a las empresas del tejido empresarial vasco.

La estructura del capítulo se detalla a continuación. En primer lugar, en la sección 2, se describen brevemente los aspectos teóricos y prácticos centrales en la problemática del análisis del riesgo de crédito empresarial. A continuación, en la sección 3, se presentan la metodología y los datos empleados en el desarrollo del modelo de clasificación. Posteriormente, en la sección 4, se exponen los resultados obtenidos al aplicar el modelo de clasificación a una muestra representativa de empresas españolas y vascas, diferenciando segmentos de tamaño y sectores de actividad económica. Finalmente, se presentan las conclusiones correspondientes.

5.2 Literatura

Se considera que el punto de partida en el estudio de modelos cuantitativos para la evaluación de la solidez financiera de las empresas se produce a partir de los años sesenta en los Estados Unidos. Concretamente, los estudios pioneros de Altman y Beaver (citados en Laffarga y Mora, 2002) han sido fundamentales para impulsar la realización de aproximaciones empíricas al problema. Para simplificar, la discusión sobre la estimación del fracaso empresarial o insolvencia financiera se ha centrado en aspectos de carácter teórico y práctico.

En primer lugar, desde una perspectiva teórica, dos dimensiones son fundamentales: por un lado, la multiplicidad de definiciones que el término fracaso empresarial puede adoptar; y por otro lado, la evaluación de los factores determinantes. El fracaso empresarial, en términos financieros, se establece cuando la empresa es incapaz de

cumplir con sus obligaciones financieras. Así, esta definición lleva implicadas dos condiciones usualmente aceptadas: la situación de concurso o quiebra y, especialmente en el ámbito de la banca, la situación de impago ante una entidad financiera superior a 90 días de plazo (Somoza López, 2000). Sin embargo, se pueden considerar también otras acepciones de situación de riesgo, tales como: que la empresa sea incapaz de generar resultados por encima de cierto umbral en un período de tiempo específico, que los servicios de la deuda sean superiores a su margen operativo, o que los resultados sean inferiores al costo de endeudamiento (Ruano y Salas, 2004). Por su parte, con relación a los factores determinantes, se ha puntualizado en su categorización que existen elementos cuantitativos y cualitativos. Primero, en la aproximación basada en factores cuantitativos, los trabajos de investigación se fundamentan en el uso de información contable para conformar los ratios económico-financieros. Estos indicadores presentan la ventaja de poder analizarse estadísticamente y sirven como deflatores, aunque pueden llegar a ocasionar problemas de correlación en los modelos puramente estadísticos (García Martín y Callejón, 2000). Además, los ratios reflejan decisiones estratégicas de las empresas y permiten la comparación en el desempeño entre empresas. Segundo, se ha destacado la importancia que tienen los aspectos cualitativos para influir en el fracaso empresarial. Entre otros, factores tales como la historia crediticia, el sector, la calidad de sus cuentas auditadas (y del auditor) y sus características de propiedad han sido comúnmente estudiados. Finalmente, también se han incorporado cuestiones de carácter macroeconómico para ponderar la influencia del contexto/ciclo económico en el desarrollo de los negocios empresariales.

En segundo lugar, desde una perspectiva práctica, un aspecto ampliamente desarrollado en la temática del fracaso empresarial es el variado conjunto de aproximaciones empíricas utilizadas. Básicamente, el requerimiento esencial para la modelización es que esta tenga capacidad de discriminar entre casos “buenos” y “malos”. Además, los modelos, al asignar una puntuación, se enfrentan con la posibilidad de incurrir en dos tipos de errores: de tipo I y II. En el primer caso, el riesgo asumido es de “crédito”, derivado de clasificar a una empresa como buena cuando es mala. En el segundo caso, el riesgo asumido es de tipo “comercial”, que se deriva de clasificar a una empresa buena como mala e impedir así el vínculo de financiación. Esta condición se verifica por medio de diferentes pruebas de la bondad del ajuste²⁰. Con todo, existen dos tipos de modelizaciones: las que se basan en técnicas estadísticas y las que se denominan modelos internos. Entre las técnicas puramente estadísticas utilizadas se encuentran el análisis de discriminante, logit, probit, redes neuronales, análisis de clústeres (p. ej., Yoshino y Taghizadeh-Hesary, 2015) o, recientemente, sistemas automáticos de soporte vectorial (p. ej., Campos Espinoza, 2012), entre otras. Un tema clave para su construcción es la determinación de la selección de la muestra, que suele estar sesgada debido a la baja representatividad de los impagos, con lo que, al tratar de compilar una base de datos emparejada, surgen problemas de selección. También, otras limitaciones de los modelos estadísticos se refieren a la violación de supuestos restrictivos tales como la normalidad de las variables predictoras, la multicolinealidad y los cuestionamientos a los coeficientes obtenidos derivados del problema de *overfitting* y los signos de estos, que no siempre

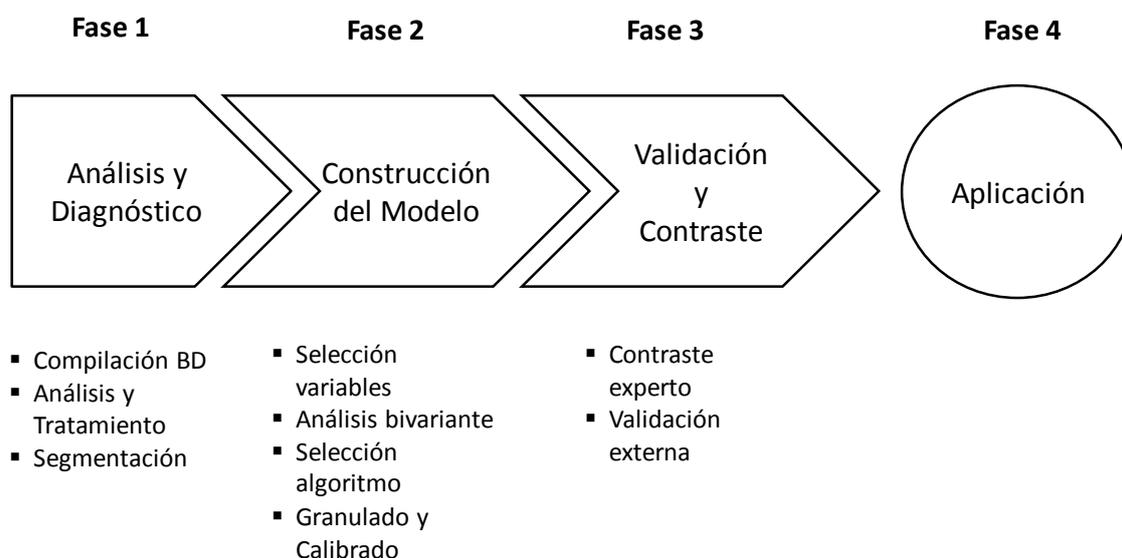
²⁰ Por ejemplo, el método de la curva ROC o el coeficiente de Gini, que miden las diferencias entre la clasificación obtenida y una clasificación ideal.

muestran la tendencia esperada. Con ello, los modelos obtenidos son específicos para la muestra, por lo que difícilmente se pueden generalizar. Por su parte, los modelos internos (también llamados simples o intuitivos) se basan en un conocimiento experto, primando la coherencia económica en su contenido. Así, estos modelos asignan ponderaciones a las variables para determinar una puntuación de riesgo. Se puede incluir una mayor cantidad de variables, todas representativas de los diferentes factores/perfiles económico-financieros: solvencia, liquidez, rentabilidad, actividad, repago de deuda, etc.

5.3 Metodología y datos

El esquema metodológico para el desarrollo del modelo se realiza en cuatro fases. Tres premisas fundamentales se han tenido presentes durante el proceso de modelización de la calidad crediticia de una contraparte: completitud, significatividad y flexibilidad. El atributo de completitud se refiere a que el modelo incluya y combine la información de la situación patrimonial, la rentabilidad y la capacidad de devolución de la deuda asumida por las empresas. Es decir, que no sea un modelo con un sesgo hacia un perfil particular para determinar la probabilidad de insolvencia. La significatividad se determina por la relevancia de las variables predictoras. Así, se deben establecer criterios de incorporación al modelo de las ratios financieras basados en su: capacidad predictiva, sentido de negocio o mejores prácticas de la industria. Por su parte, la flexibilidad se refiere al establecimiento de pautas para: equilibrar la distribución de casos (empresas) por tramos de puntuación, ponderar cada variable en un intervalo acotado (con la finalidad de que todos los perfiles funcionales puedan contribuir a la determinación de la puntuación), y disponer de palancas de identificación de sesgos o de aplicación de ajustes al modelo.

Figura 5-2: Esquema del desarrollo del modelo de clasificación



Fuente: Elaboración propia.

El proceso de la compilación de la base de datos tiene como fuente principal información proveniente de SABI-Inforna²¹. Específicamente, se ha realizado una extracción a fecha 30 de noviembre de 2015. En segundo lugar, se han realizado tareas de análisis y tratamiento de la base de datos mediante la aplicación de restricciones que aseguren la calidad de los datos utilizados. La muestra seleccionada se compone de información de los estados contables (balance y cuentas de resultados) de los años 2011 a 2014 para 32.665 empresas localizadas en el País Vasco, lo cual se corresponde con 106.332 registros. En tercer lugar, la muestra se ha segmentado por tamaño empresarial, utilizando como variable de segmentación el importe de la cifra de negocios. Así, se han establecido cuatro segmentos operativos: micro (ventas menores a 2 millones de euros), pequeñas (ventas entre 2 y 10 millones de euros), medianas (ventas entre 10 y 50 millones de euros) y grandes (ventas mayores a 50 millones de euros).

5.4 Resultados

El modelo desarrollado se ha aplicado a una población significativa de empresas de España para el período 2011-2014. A continuación se ofrece una breve descripción de la muestra de aplicación. Seguidamente, los principales resultados obtenidos se presentan en tres bloques: resultados generales (valores medios por ámbitos territoriales, tamaño y sector), descripción de la distribución de las puntuaciones e indicadores de vulnerabilidad empresarial.

5.4.1 Descripción de la muestra

La muestra de aplicación abarca el período comprendido entre 2011 y 2014. Su descripción para el año 2014 se presenta en el Cuadro 5-1. Un 5% de la misma se corresponde con empresas domiciliadas en el País Vasco. La mayoría de los registros pertenecen a microempresas; y en el caso del País Vasco, existe una mayor participación de empresas pequeñas y medianas en comparación con España. A su vez, en esta comunidad autónoma, la participación mayoritaria la tienen las empresas vizcaínas (50%), seguidas de las guipuzcoanas y alavesas con un 35% y 15%, respectivamente, mientras que la distribución por tamaño es bastante similar entre ellas. Cabe destacar que la distribución de las empresas por tamaño sufre cambios poco reseñables en el período 2011-2014.

²¹ Información económica y financiera de las empresas domiciliadas en la península ibérica.

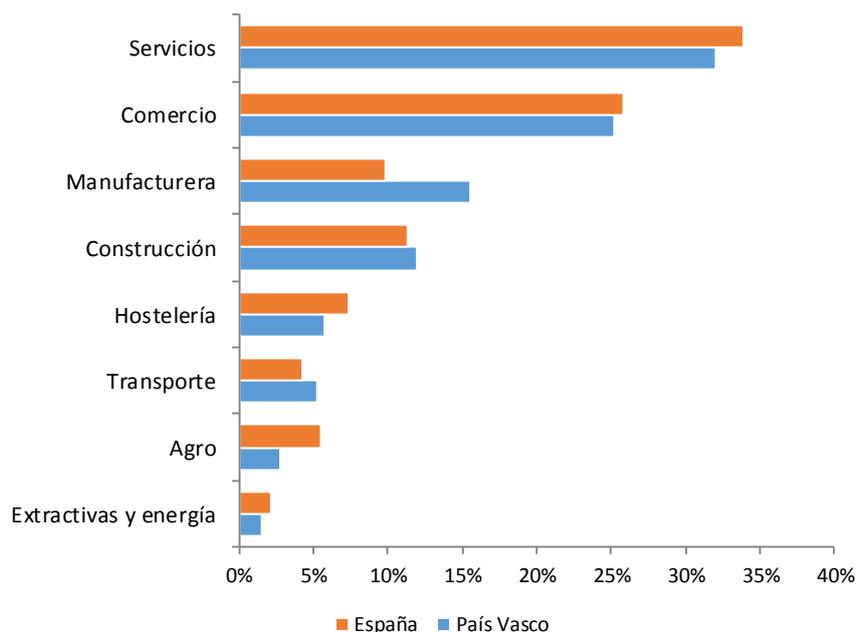
Cuadro 5-1: Descripción de la muestra. España y País Vasco (2014)

	Micro	Pequeñas	Medianas	Grandes	Total	% del Total	% del País Vasco
España	484.263	43.335	10.604	2.867	541.016	100%	
	90%	8%	2%	1%			
País Vasco	22.882	2.911	763	225	26.778	5%	100%
	85%	11%	3%	1%			
Alava	3.329	451	126	33	3.938	1%	15%
	85%	11%	3%	1%			
Gipuzkoa	7.926	1.070	242	70	9.308	2%	35%
	85%	12%	3%	1%			
Bizkaia	11.580	1.384	392	121	13.478	2%	50%
	86%	10%	3%	1%			

Fuente: Elaboración propia.

Debido a que se considera que los sectores financiero y de seguros presentan una situación económica particular que no puede explicarse adecuadamente utilizando el modelo de calificación crediticia, estos sectores han sido excluidos de la muestra y, por lo tanto, no se tomarán en cuenta en el estudio. La siguiente Figura 5-3 muestra el porcentaje de empresas por sector en 2014. Se pueden observar diferencias en la composición entre España y el País Vasco. En este último, existe un peso mayor y muy significativo de empresas del sector manufacturero. A su vez, la evolución entre 2011 y 2014 refleja variaciones de participación muy reducidas.

Figura 5-3: % de empresas por sector. España y País Vasco (2014)



Fuente: Elaboración propia.

5.4.2 Resultados generales del modelo de calificación

La aplicación actual del modelo desarrollado tiene dos funcionalidades principales. Por un lado, permite determinar un nivel de riesgo financiero que se visualiza a través de una puntuación en una escala determinada. En este caso, tal y como se mencionaba anteriormente, la escala utilizada posee 11 niveles. A menor calificación obtenida, siendo la mínima 1, significará que la empresa tiene un mayor riesgo de crédito asociado. Si entendemos que la situación financiera de una empresa será mejor cuanto menor sea su riesgo de crédito, podemos afirmar que a mayor calificación, siendo la máxima 11, se gozará de una mejor situación financiera.

Figura 5-4: Relación entre puntuación, riesgo de crédito y situación financiera



Fuente: Elaboración propia.

De esta forma, el modelo permite establecer clasificaciones (entre empresas con mejor o peor situación) y comparaciones de la evolución de la puntuación en el tiempo, entre sectores y entre territorios.

Utilizando como medida de comparación el valor de la calificación promedio, se observa que, en 2014, tanto las empresas del País Vasco como las de España se posicionan con valores medios moderados. Además, la calificación promedio del País Vasco es de 6,83, frente al 6,51 de España, lo que confirma una mejor situación financiera general de las empresas vascas. Por su parte, entre las provincias del País Vasco cabe destacar la situación algo más favorable de las empresas alavesas y guipuzcoanas frente a la calificación inferior obtenida por las vizcaínas (que suponen el 50% de las empresas vascas) (véase Cuadro 5-2).

Cuadro 5-2: Valores medios. España y País Vasco (2014)

	Registros	Media
España	541.016	6,51
País Vasco	26.778	6,83
Álava	3.983	6,89
Gipuzkoa	9.308	6,91
Bizkaia	13.487	6,75

Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en la siguiente Figura 5-5, existen diferencias entre las empresas de diferente dimensión en lo que a la media del *rating* respecta. Así pues, se han

considerado indicadores²² de situación y de tendencia para analizar el posicionamiento de la vulnerabilidad financiera de las empresas por tamaño, sector y ámbito geográfico. Las empresas que gozan de forma general de una mayor calidad crediticia son las medianas. En el otro extremo encontramos a las empresas micro, que presentan una situación más débil. Cabe destacar la tendencia positiva de todos los segmentos (excepto el de las grandes empresas en el País Vasco) durante el período 2011-2014.

Figura 5-5: Situación y tendencia por tamaño/sector. España y País Vasco (2014)

	País Vasco		España	
	Situación	Tend.	Situación	Tend.
Micro		↗		↑
Pequeña		↑		↑
Mediana		↑		↗
Grande		↘		↗

	País Vasco		España	
	Situación	Tend.	Situación	Tend.
Agro		↑		↑
Comercio		↗		↗
Construcción		↗		↑
Extract./Energía		↑		↗
Hostelería		→		→
Manufactura		↑		↑
Servicios		↗		↗
Transporte		↑		↑

Fuente: Elaboración propia.

Respecto a la calificación por sectores, a fecha de 2014 en el País Vasco y España, los sectores con mejor calificación promedio (respecto a la media territorial) son los de servicios, transporte y agro. En general, la situación y tendencia por sectores es similar (salvo en manufacturas) en ambos territorios, aunque se observa una mejor calificación media de los sectores vascos frente a los españoles. Tal y como se esperaba, la construcción obtiene unas puntuaciones medias débiles y destaca la hostelería, que, a pesar de la evolución del turismo, presenta indicadores rezagados.

5.4.3 Resultados por categorías de *rating*

Para la presentación de la distribución de puntuaciones provistas por el modelo se han clasificado los 11 niveles de calificaciones en 5 categorías, en función de las condiciones de situación financiera. Así, en los rangos del 1 al 3 estas condiciones se consideran muy débiles; del 4 al 5, débiles; del 6 al 7, moderadas; del 8 al 9, buenas; y del 10 al 11, muy buenas.

²² La escala de colores representa el valor medio del segmento respecto a la media general de su territorio en 2014. La tendencia indica la dirección de la variación del *rating* medio entre 2011 y 2014.

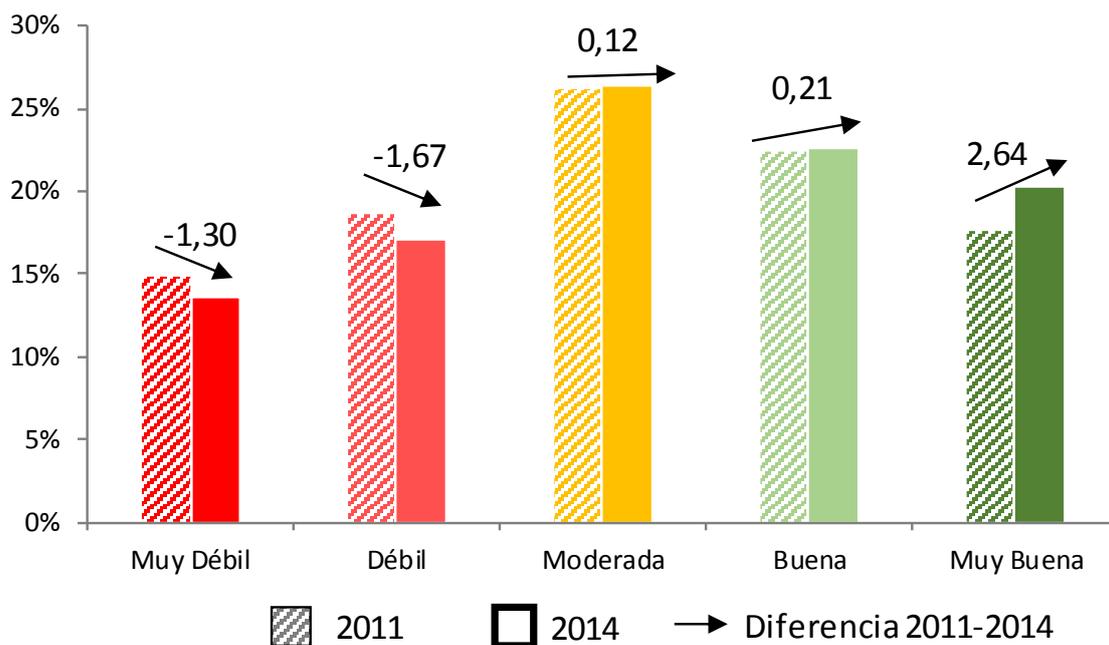
Figura 5-6: Categorización de la situación financiera



Fuente: Elaboración propia.

Se observa que el modelo proporciona una adecuada distribución de calificaciones, concentrando en el rango de moderadas la mayor cantidad de empresas y con las colas derecha e izquierda descendentes. En cuanto al aspecto evolutivo, tal y como mostraban los valores medios obtenidos, la distribución de 2014 está desplazada hacia la derecha, lo que significa una mejora general de las puntuaciones. Además, las categorías de débil y muy buena son las que muestran una mayor variación respecto al porcentaje de empresas que agrupan (Figura 5-7).

Figura 5-7: Distribución de empresas por categorías. País Vasco

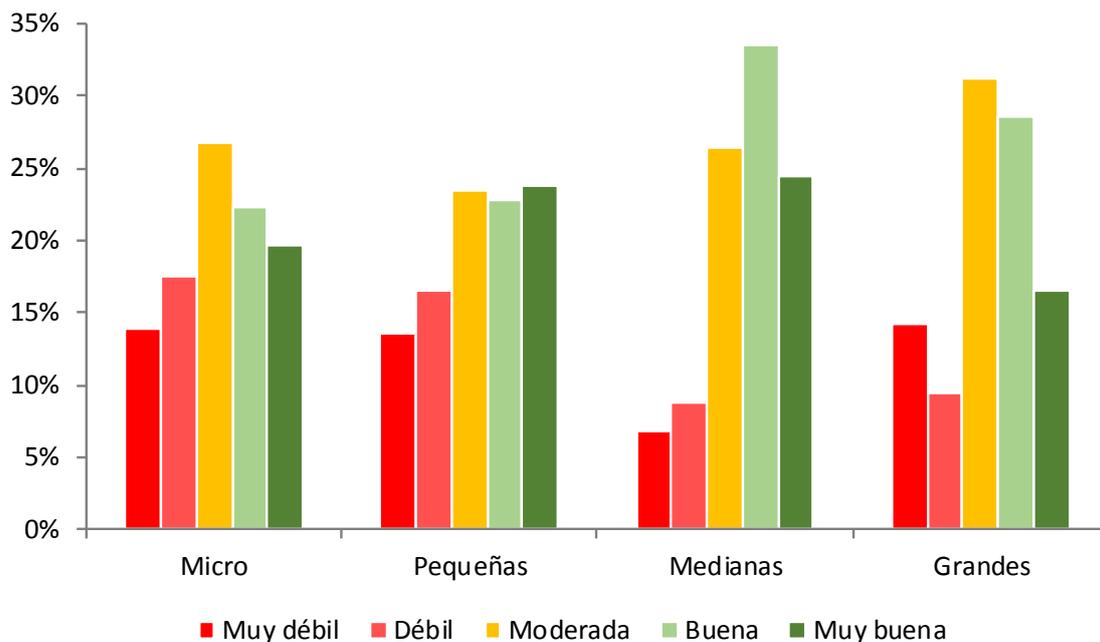


Fuente: Elaboración propia.

En la siguiente Figura 5-8, en general, al observar la distribución de puntuaciones obtenidas por tamaño empresarial en el País Vasco, estas presentan un ajuste con una adecuada granularidad (es decir, una distribución “uniforme” de las puntuaciones) y con mayor participación de empresas en el segmento moderado (excepto las empresas medianas). Además, se puede apreciar cómo el grupo de empresas por tamaño empresarial del País Vasco que se encuentra en peor situación es el de las micro, con el mayor porcentaje de empresas calificadas como débiles o muy débiles (lo cual se refleja en su menor *rating* medio). Por su parte, es destacable que las empresas pequeñas vascas muestran una igualdad en cuanto a la participación de

empresas categorizadas como moderadas, buenas y muy buenas. Las empresas medianas son las que manifiestan una mayor dispersión, siendo estas las que agrupan al menor porcentaje de empresas débiles y muy débiles (lo que explica su mejor situación promedio). Por último, las empresas grandes vascas muestran un mayor porcentaje en lo que respecta a empresas calificadas como moderadas, aunque los extremos derecho e izquierdo son singularmente diferentes a los de las empresas medianas.

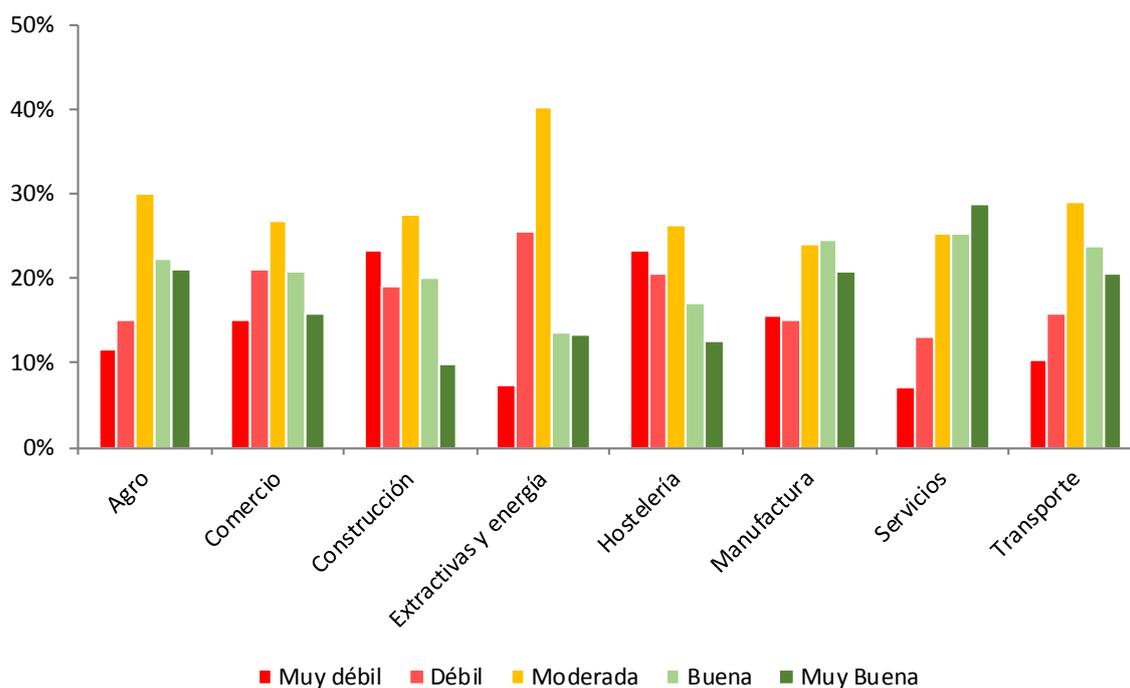
Figura 5-8: Distribución de empresas por categorías y tamaño. País Vasco (2014)



Fuente: Elaboración propia.

Al considerar la distribución de puntuación por sectores de actividad económica (Figura 5-9), todos ellos presentan una dispersión en la que los sectores con mejores *ratings* promedio tienen una mayor concentración de casos (empresas) hacia la derecha (p. ej., es muy acentuado en el sector servicios), mientras que los más débiles tienen un desplazamiento hacia la izquierda, como es evidente en el caso de la hostelería y la construcción.

Figura 5-9: Distribución de empresas por categorías y sectores. País Vasco (2014)



Fuente: Elaboración propia.

5.4.4 Vulnerabilidad financiera

Finalmente, las empresas posicionadas en las dos categorías inferiores presentan condiciones de mayor sensibilidad o “vulnerabilidad financiera” ante cambios en factores externos tales como el ciclo económico y los aspectos tecnológicos o normativos. Esta vulnerabilidad financiera conlleva un riesgo de crédito suficientemente elevado como para poner en riesgo su viabilidad empresarial por incumplimiento a corto/medio plazo.

Figura 5-10: Indicador de vulnerabilidad financiera

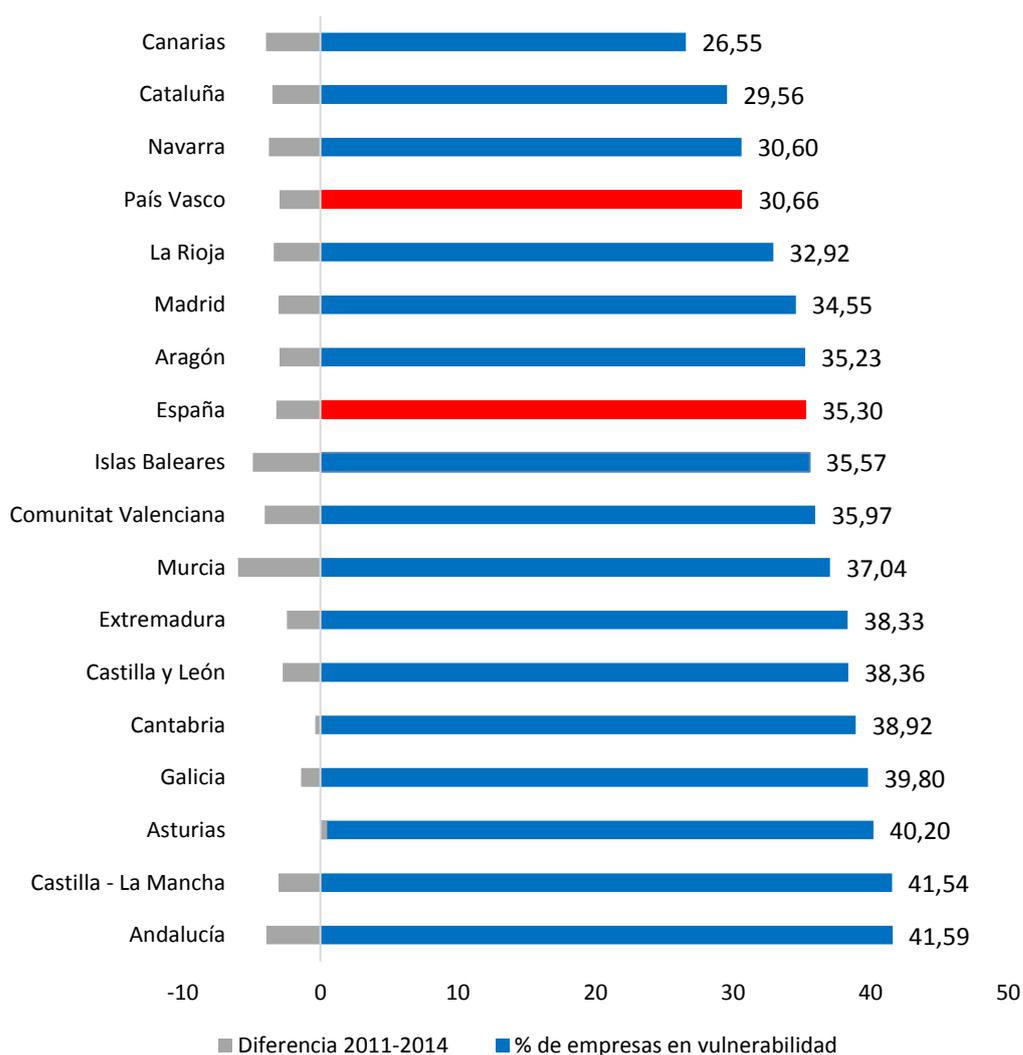


Fuente: Elaboración propia.

Al revisar la participación en 2014 y la evolución de su nivel entre 2011 y 2014 por comunidades autónomas, el modelo determina que las comunidades que albergan el mayor porcentaje de empresas en situación de vulnerabilidad financiera son Andalucía y Castilla-La Mancha, con un 41,59% y 41,54% de sus empresas, respectivamente. Las islas Canarias y Cataluña son las comunidades que albergan el menor porcentaje de estas empresas, con un 26,55% y 29,56% de ellas, respectivamente. Por otra parte, muy cercano a este porcentaje relativamente bajo de Cataluña se encuentra el País Vasco, con un 30,66% de empresas, bastante alejado de la media española del

35,30% (Figura 5-11). A su vez, respecto a la evolución (la Figura 5-11 presenta a la izquierda en gris la variación del porcentaje de empresas vulnerables entre 2011 y 2014), cabe destacar una tendencia general a reducir el porcentaje de empresas categorizadas como débiles y muy débiles, por lo que se podría afirmar que se ha dado una mejora de la situación de todas las comunidades, con la excepción de Asturias, que aumenta el porcentaje de este tipo de empresas en un 0,48%. Las comunidades que han obtenido la evolución más positiva en este período son Murcia y las islas Baleares, que han disminuido el porcentaje de estas empresas en un 5,99% y 4,91%, respectivamente.

Figura 5-11: Empresas en situación de vulnerabilidad por CC. AA. (2014)

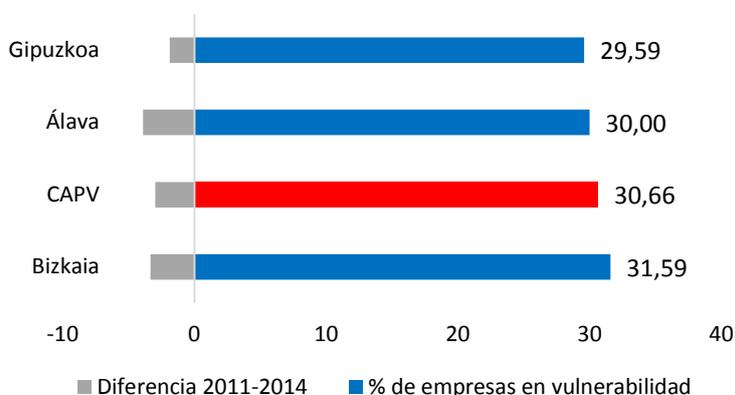


Fuente: Elaboración propia.

Al extrapolar este análisis a las provincias de la CAPV, encontramos que tal y como se observaba en el apartado de resultados del *rating*, Bizkaia se encuentra en una posición menos privilegiada que Álava y Gipuzkoa. Esta última es la que posee una

mejor posición, con un 29,59% de sus empresas en las dos peores categorías crediticias, frente al 31,59% registrado en Bizkaia.

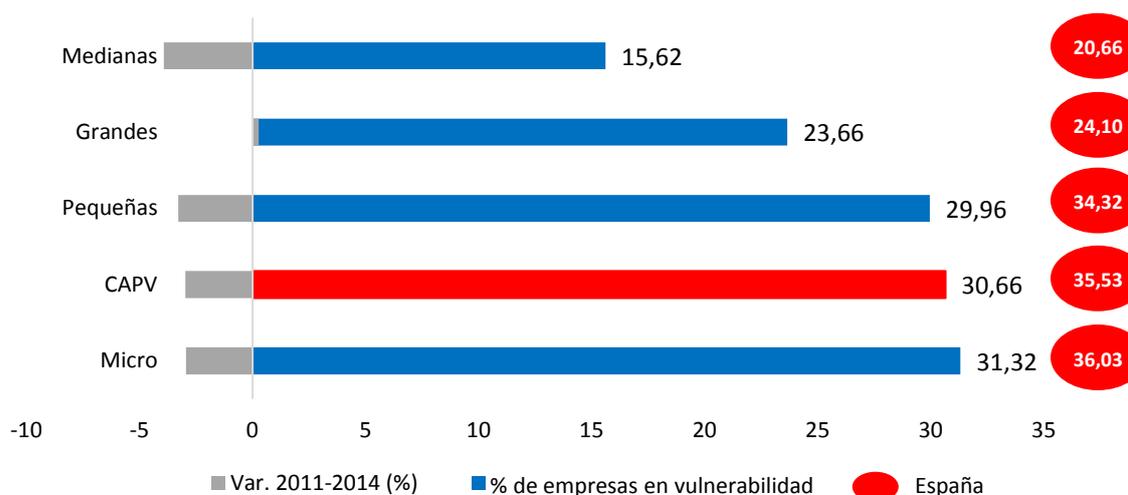
Figura 5-12: Empresas en situación de vulnerabilidad. País Vasco (2014)



Fuente: Elaboración propia.

Al observar la distribución del porcentaje de empresas en situación de vulnerabilidad por tamaño de la empresa (Figura 5-13) del País Vasco, las empresas micro son las que poseen un mayor volumen; mientras que las empresas medianas registran un menor volumen y han sido las que, entre 2011 y 2014, mejor comportamiento han mostrado, de acuerdo con el modelo. Si bien se puede inferir la existencia de una tendencia según la cual a mayor tamaño empresarial se encuentra un menor porcentaje de vulnerabilidad, en el caso de las empresas grandes su evolución entre 2011 y 2014 no se ha adecuado al cambio de otros segmentos. Finalmente, en la comparación con España, todos los segmentos del País Vasco reflejan un mejor posicionamiento.

Figura 5-13: Empresas en situación de vulnerabilidad por tamaño. País Vasco (2014)

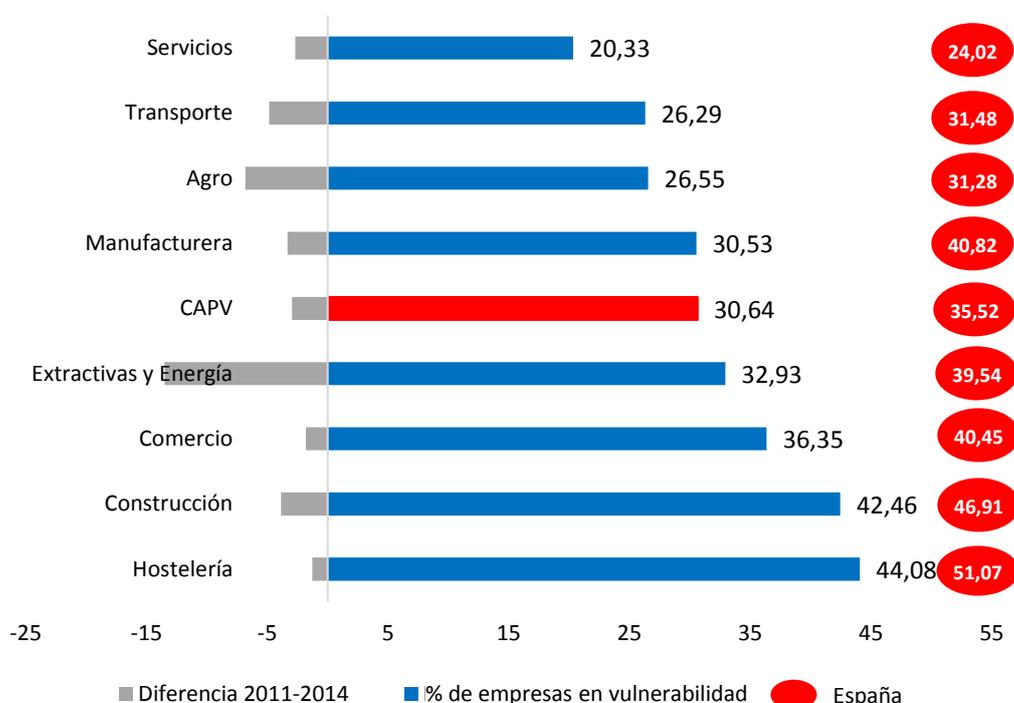


Fuente: Elaboración propia.

Como se muestra en la siguiente Figura 5-14, los sectores del País Vasco que acaparan el mayor porcentaje de empresas en vulnerabilidad son los de la hostelería,

la construcción y el comercio, sectores que se han visto fuertemente afectados por la crisis. A su vez, se destaca la positiva dinámica entre 2011 y 2014 del sector de las extractivas y la energía. Finalmente, en la comparación con España, todos los sectores en el País Vasco registran un mejor posicionamiento.

Figura 5-14: Empresas en situación de vulnerabilidad por sector. País Vasco (2014)



Fuente: Elaboración propia.

5.5 Conclusiones

El objetivo de este capítulo es describir el proceso de confección de una herramienta de clasificación del riesgo de crédito para las empresas del tejido empresarial vasco. Una vez que se ha contado con esta herramienta analítica, se ha procedido a aplicarla a una muestra de empresas españolas.

Los resultados obtenidos en el capítulo se pueden resumir en las siguientes consideraciones. La aplicación del modelo de calificación crediticia creado para el País Vasco ha posicionado a las empresas vascas en una mejor situación de riesgo de crédito frente al resto de España. A su vez, dentro del País Vasco, las empresas en la provincia de Gipuzkoa presentan un mejor desempeño tanto en 2011 como en 2014; mientras que la tendencia evolutiva en ese mismo período muestra un mejor dinamismo de puntuación en las empresas alavesas. Por su parte, considerando el tamaño empresarial, las empresas medianas quedan, en promedio, mejor posicionadas. Cabe destacar también que en el caso de las empresas micro, su debilidad aparente sí estaría más ligada a las condiciones financieras del entorno local, por lo que requieren la elaboración de políticas específicas. Finalmente, considerando como estado de vulnerabilidad financiera las puntuaciones que se encuentran entre las categorías de muy débil y débil, se constata que las empresas localizadas en Canarias, Cataluña, Navarra, País Vasco, La Rioja, Madrid y Aragón se

sitúan por encima de la media española. Con todo, se debe destacar que existe una gran heterogeneidad dentro de cada segmento en cuanto a tamaño, sector económico y ámbito territorial, factores que requieren un análisis futuro en mayor profundidad.

Una de las limitaciones que tiene el ejercicio realizado es que, a pesar de incorporar conocimiento experto en el desarrollo del modelo y de haberse contrastado estadísticamente y con fuentes externas, mantiene una condición de prototipo que requiere de posteriores aplicaciones que permitan mejorar la metodología. De esta manera, se retroalimentará la información y se ajustará y mejorará la capacidad predictiva de la herramienta.

Referencias

BDE (2012). *Guía para la elaboración de la matriz de riesgos*. Madrid: Banco de España.

Campos Espinoza, R. (2012). *Técnicas de sistemas automáticos de soporte vectorial en la réplica del rating crediticio*. (Defensa de Tesis). Universitat Ramon Llull.

Gabás Trigo, F. (1997). Predicción de la insolvencia empresarial. En A. Calvo-Flores Segura y D. García Pérez de Lema (Eds.), *Predicción de la insolvencia empresarial*. Madrid: AECA-Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

García Martín, V. y Callejón, Á. (2000). La falacia de los ratios financieros: una alternativa teórico empírica. En V. García Martín y D. García Pérez de Lema (Eds.), *Decisiones financieras y fracaso empresarial*. Madrid: AECA-Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

Gómez Fernández-Aguado, P. y Partal Ureña, A. (2010). *Gestión y control del riesgo de crédito en la banca*. Madrid: Delta Publicaciones.

González Pascual, J. (2000). La situación de dificultad financiera en el marco de la normativa concursal española. En V. García Martín y D. García Pérez de Lema (Eds.), *Decisiones financieras y fracaso empresarial*. Madrid: AECA-Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

Laffarga Briones, J. y Mora Enguádanos, A. (2002). La predicción del fracaso empresarial. El estado de la cuestión en España. En F. Doldán Tié y M. Rodríguez López (Eds.), *La gestión del riesgo de crédito. Métodos y modelos de predicción de la insolvencia empresarial*. Madrid: AECA-Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

Navarro, M. (2015). Análisis económico-financiero comparado de la empresa vasca. *Cuadernos del Informe de Competitividad del País Vasco 2015: Transformación productiva en la práctica. Número 1*. Bilbao: Publicaciones Universidad de Deusto.

Orkestra (2015). *Informe de Competitividad del País Vasco 2015: Transformación productiva en la práctica*. Bilbao: Publicaciones Universidad de Deusto.

Pérez-Carballo Veiga, J. (2015). *La gestión financiera de la empresa*. Madrid: ESIC Editorial.

Rojas Gómez, E. (2008). La calificación del riesgo soberano. *TEC Empresarial*, vol. 2, 2, 21-27.

Ruano, S. y Salas, V. (2004). Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas. *Estabilidad Financiera*, 7, 159-183.

Tascón Fernández, M. y Castaño Gutiérrez, F. (2009). Predicción del fracaso empresarial: Una revisión. *XV Congreso de AECA*. Valladolid: AECA.

UNCTAD (2014). *Iniciativa empresarial y fomento de la capacidad productiva: Creación de empleo mediante el desarrollo de las empresas*. Junta de Comercio y

Desarrollo, Comisión de la Inversión, la Empresa y el Desarrollo. Sexto período de sesiones, Ginebra. Tema 4 del programa provisional. Nota de la secretaría de la UNCTAD.

Yoshino, N. y Taghizadeh-Hesary, F. (2015). Analysis of Credit Ratings for Small and Medium-Sized Enterprises: Evidence from Asia. *Asian Development Review*, vol. 32, 2, 18-37

6 CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo consiste en poner en perspectiva la importancia y el estado de situación de la financiación empresarial en el tejido productivo del País Vasco. Para ello, se ha realizado una descripción y evaluación del contexto y las vías de acceso a fondos financieros de las que disponen las empresas. Seguidamente, se ha actualizado el análisis de la situación económica-financiera de la empresa vasca considerándola en relación con el contexto de empresas españolas y europeas. La comparación con Europa se ha establecido mediante la aplicación de un método indirecto de comparación. Finalmente, se ha desarrollado un modelo analítico que permite categorizar a las empresas individualmente, de acuerdo con su situación de “vulnerabilidad financiera”.

Los resultados obtenidos en esta investigación se pueden resumir en los siguientes puntos:

- *Contexto y necesidades de financiación empresarial.* El entorno macroeconómico europeo actual se caracteriza por unas condiciones monetarias flexibles para el acceso a la financiación. A pesar de ello, existen riesgos regulatorios que afectan a las entidades financieras y que podrían condicionar la financiación de las empresas, especialmente la de las pymes. Los problemas de información asimétrica y la cultura financiera son condicionantes centrales en este segmento empresarial, con lo cual es preciso adaptar sus necesidades de financiación eligiendo las opciones óptimas para obtener mayor flexibilidad financiera (planificación a medio y largo plazo). A su vez, la aparición o desarrollo de proveedores de financiación alternativos a los canales tradicionales es una vía adicional que tiende a seguir creciendo. Aun así, el acceso a dichos mercados e instrumentos es restringido y, por ese motivo, las autoridades han impulsado reformas regulatorias que faciliten el funcionamiento de mercados alternativos y que deberían complementarse con otras políticas públicas. Finalmente, el objetivo de las políticas debería orientarse a generar un ecosistema financiero en el cual exista una diversificación de proveedores financieros que complemente a las entidades de crédito tradicionales. Asimismo, la disponibilidad de información homogénea facilitaría un mejor conocimiento y medición de la solvencia empresarial y que además facilitarían la mejora de la cultura financiera acordes a las estrategias financieras actuales.
- *Análisis económico-financiero de la empresa vasca.* El cuadro de situación que presenta el análisis económico-financiero de la empresa vasca se caracteriza por disponer de un adecuado nivel de solvencia (patrimonio) y capacidad de repago, mientras que la rentabilidad aún permanece restringida (por efectos de la crisis y del contexto macro). Por su parte, al trabajar con datos agregados, tiene una gravitación muy relevante la influencia de las grandes empresas (especialmente en Bizkaia) para determinar el desempeño general. A su vez, se mantiene la recomendación ya realizada por Navarro (2015) de continuar avanzando en el futuro en la indagación de la comparación entre datos agregados y microdatos y en la observación del impacto del tamaño empresarial y los sectores económicos.
- *Análisis de riesgo de la empresa vasca.* A partir de una amplia base de datos, se ha determinado una condición de insolvencia financiera y se ha seleccionado un

conjunto de ratios de rentabilidad, capacidad patrimonial y capacidad de repago de las obligaciones financieras que ha permitido desarrollar un procedimiento de clasificación de vulnerabilidad financiera de las empresas vascas. La aplicación de esta técnica a un universo de empresas de España ha mostrado una tendencia general de mejora en el estado de riesgo de crédito promedio de las empresas españolas; y se ha observado una mejor situación y tendencia de las empresas vascas. Por su parte, dentro del País Vasco, las radicadas en la provincia de Gipuzkoa exhiben un desempeño de riesgo por encima del de empresas en otras provincias de esta comunidad autónoma para 2014. A su vez, en términos evolutivos, las empresas alavesas han mostrado una mejor recuperación del riesgo de crédito entre 2011 y 2014. Asimismo, las empresas vascas mantienen un posicionamiento favorable en el contexto español.

El procedimiento de clasificación de empresas obtenido ha permitido asignar una medida de riesgo financiero a un amplio universo de empresas. La disponibilidad de la herramienta de clasificación contribuye al propósito de impulsar una mejor cultura financiera, una información de mayor calidad y la diversificación de los proveedores de financiación. Con ello, se mejorará el diagnóstico de la situación financiera de las empresas dentro de la estructura económica e industrial del País Vasco, de modo que estas puedan abordar procesos de consolidación e inversión y generar riqueza.

 Orkestra
INSTITUTO VASCO
DE COMPETITIVIDAD
FUNDACIÓN DEUSTO