

EMPRESAS ESPAÑOLAS ADORMECIDAS/ZOMBIS. UN PROBLEMA ESTRUCTURAL PARA LA ECONOMÍA

Juan José Durán Herrera
Prosper Lamothe Fernández
Universidad Autónoma de Madrid

RESUMEN

A las empresas que no pueden generar beneficios corrientes de manera suficiente para atender al pago de los servicios de la deuda, durante varios períodos, se las puede calificar de empresas zombis o empresas adormecidas o moribundas. En un entorno de tipos de interés bajo e incluso negativo ese tipo de empresas, poco competitivas, son menos productivas y su efecto en inversión y empleo es nulo o negativo. La situación de empresa zombi puede ir acompañada de la obtención de *créditos zombis*.

En el caso español, con la crisis se ha incrementado el número de empresas zombis. En España la existencia de empresas muy poco rentables no es algo coyuntural sino que se viene evidenciando desde antes de la crisis, especialmente en las empresas de menor tamaño. La crisis actual ha puesto de manifiesto los *problemas de recapitalización y refinanciación* de las empresas españolas en general y de manera especial de las pequeñas y medianas.

En general, las empresas zombis tienen un nivel muy bajo de rentabilidad y los excedentes que generan solo permiten satisfacer en todo o parte el servicio de su deuda. El promedio de las microempresas españolas ha venido estando en zona de pérdidas con un cálculo ortodoxo de resultados, lo que implica un problema grave para la economía española.

PALABRAS CLAVE

Empresas zombis, Empresas moribundas o adormecidas, Rentabilidad de la empresa, Financiación empresarial, Financiación de pymes.

1. Introducción

La covid-19 ha traído una crisis global profunda, de carácter sanitario, económico y social. En su primera manifestación ha frenado la movilidad nacional e internacional con una paralización súbita de una gran parte de la actividad económica, lo que ha evidenciado un *shock* simultáneo de oferta y de demanda, que ha conducido a la quiebra de empresas y a una gran pérdida de puestos de trabajo. Se han tomado medidas nacionales (y europeas) e internacionales para paliar el impacto inmediato en empresas y empleos facilitando liquidez y rentas. Las medidas temporales de ayuda estatales como los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) y los programas de liquidez han ayudado a las empresas a paliar los efectos negativos en el corto plazo. Sin embargo son necesarias medidas realizables de medio plazo para dotar de viabilidad al tejido empresarial y crear empleos de calidad en sendas de crecimiento económico sostenible.

La deuda de las empresas españolas en 2018 era de 899.000 millones de euros, en noviembre de 2019 ascendía a 902.000 millones, en febrero de 2020 (previo a la declaración de la pandemia) a 887.000 millones y 58.000 millones más en noviembre de 2020 (945.000 millones de euros). De acuerdo con los datos del Banco de España, el 50% de las empresas habían entrado en pérdidas en 2020, y en los sectores más golpeados (turismo, hostelería, transporte y comercio) se situaba en el 75%. El 40% de las empresas no generaba suficientes ingresos para atender al servicio de la deuda. Como mostramos en el cuadro 1, obtenido de un reciente estudio del Banco de España (1).

Se puede observar que la pandemia ha provocado para las empresas de la muestra de la Central de balances, que el porcentaje con rentabilidad negativa del activo neto (2) se incrementa desde un 26 a un 36%. Por otro lado, aquellas empresas con una rentabilidad económica inferior al 5% se situaron en los tres primeros

Cuadro 1**Rentabilidad económica y financiera de empresas españolas, impacto covid-19**

| | | Rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1) | | Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (R.3) | |
|---|----------------------|--|-----------------|--|-----------------|
| | | I a III TR 2019 | I a III TR 2020 | I a III TR 2019 | I a III TR 2020 |
| Número de empresas | | 1.044 | 895 | 1.044 | 895 |
| Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad | $R \leq 0\%$ | 26,0 | 36,0 | 28,2 | 38,4 |
| | $0\% < R \leq 5\%$ | 23,4 | 23,0 | 15,7 | 16,1 |
| | $5\% < R \leq 10\%$ | 14,4 | 12,8 | 11,3 | 9,8 |
| | $10\% < R \leq 15\%$ | 9,2 | 7,3 | 8,8 | 7,0 |
| | $15\% < R$ | 27,0 | 20,9 | 35,9 | 28,7 |
| PRO MEMORIA: Rentabilidad mediana (%) | | 5,2 | 2,4 | 7,5 | 3,0 |

Fuente: Banco de España.

trimestres de 2020 en un 23%. Podemos decir que después de la pandemia nos enfrentamos a un panorama empresarial desolador, con un 59% de las empresas obteniendo una rentabilidad que no compensa el coste de capital de los recursos financieros empleados (3).

Estos datos son preocupantes y si consideramos los números del cuadro 2, podemos inferir que la existencia de empresas muy poco rentables no es algo coyuntural sino que se arrastra como mínimo desde la anterior crisis. Así, por ejemplo, en el segmento de microempresas en promedio no se obtuvo una rentabilidad del activo superior al coste de los recursos ajenos hasta el año 2017. El mejor dato es el correspondiente a los ejercicios 2018 y 2019 que alcanzó un 0,8% de diferencial. Evidentemente si imputamos el coste de los recursos propios para estimar el beneficio económico (4) podemos concluir que el promedio de las microempresas españolas estaba en pérdidas con un cálculo ortodoxo de resultados.

Estructuralmente las empresas españolas han obtenido una rentabilidad significativamente inferior a la de las empresas de otros países europeos, como podemos apreciar en el cuadro 3, obtenida de la base de datos de la Central de balances del Banco de España (5). Para

el periodo 2010-2018 mientras el promedio europeo de rentabilidad se situaba en un 16,1%, la rentabilidad financiera de las empresas españolas fue del 9,7%. Es decir, existen factores estructurales que lastran los resultados del sector empresarial español, entre los cuales creemos que puede existir un nivel de zombificación (adormecimiento) mayor que en otros países. El menor nivel de apalancamiento también influye en sentido positivo para la resiliencia y nivel de riesgo de las empresas españolas.

En este entorno, los trabajadores acogidos a los ERTE en abril de 2020 ascendían a 3,6 millones y a finales de diciembre los afectados eran 755.613 trabajadores (6).

Las empresas que se han acogido a los ERTE pueden tener dificultad de supervivencia, algunas pueden entrar en fase de liquidación y quiebra ante la falta de capacidades competitivas ante la nueva situación post-pandemia. Las que sean adquiridas pueden proporcionar factores complementarios de competitividad a los compradores. Otras desaparecerán junto a las ventajas competitivas que pudieran tener residualmente.

Recientemente los ERTE se han prorrogado, lo que puede aumentar el número de empresas con escaso fu-

Cuadro 2**Diferencia entre rentabilidad del activo y coste recursos ajenos**

| Años | 2014 | 2015 | 2015 | 2016 | 2016 | 2017 | 2017 | 2018 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1. Grandes (incluye públicas y dependientes) | 1,6 | 1,9 | 2,1 | 2,8 | 2,9 | 3,4 | 3,4 | 3,6 | 4,0 | 4,6 |
| 2. Pymes | -0,8 | 0,3 | 0,4 | 1,1 | 1,4 | 1,8 | 2,1 | 2,0 | 2,4 | 2,3 |
| 1. Medianas (50 a 250 empleados) | 1,7 | 3,0 | 3,2 | 4,1 | 4,7 | 4,7 | 5,1 | 4,8 | 6,0 | 5,9 |
| 2. Pequeñas (menos de 50 empleados) | -1,1 | -0,2 | 0,0 | 0,6 | 0,8 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 1,7 |
| Del cual: Microempresas (menos de 10 empleados) | -1,5 | -0,7 | -0,6 | -0,1 | 0,0 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 0,8 |
| NATURALEZA | | | | | | | | | | |
| 1. Públicas | -0,7 | -0,6 | -0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,6 | 0,7 | 1,2 | 1,3 | 1,5 |
| 2. Privadas | 1,1 | 1,6 | 1,8 | 2,4 | 2,6 | 3,1 | 3,2 | 3,3 | 3,9 | 4,4 |

Fuente: Registros Mercantiles y Banco de España.

turo lo que va ligado al riesgo de invertir (capitalizar) en estas empresas. Son empresas que, en muchos casos, podrían calificarse de zombis o adormecidas, es decir con la prórroga de los ERTE se aumenta el potencial zombificación de las empresas. Lo que implica la conveniencia de realizar algún análisis de viabilidad potencial de empresas con ERTE para asignar eficientemente los recursos de ayuda al sector empresarial.

La crisis actual ha puesto en manifiesto los *problemas de recapitalización y refinanciación* de las empresas españolas en general, y de manera especial de las de menor tamaño (pequeñas y medianas). Las empresas de menor tamaño, de manera reiterada, han evidenciado que uno de sus problemas estructurales ha sido el de la financiación (también de capacidad de gestión y dirección empresarial).

Es importante tener en cuenta que de los 3,4 millones de empresas españolas, el 90% son microempresas y el 8% son pequeñas (7). Los sectores de comercio, hostelería y restauración y construcción representan el 49% del total de las empresas. Por otra parte, las cuatro primeras comunidades autónomas (Cataluña,

Andalucía, Madrid y Valencia) acumulan el 59% de las empresas. En este contexto, ya se han comenzado a publicar análisis sobre el nivel de zombificación de nuestra economía.

Para enmarcar este tipo de análisis conviene empezar con los estudios comparativos sobre niveles de zombificación que se han publicado en los últimos años. Así, en un interesante trabajo, McGowan, Andrews y Millot (2017), con datos de nueve países de la OCDE, se concluye que los niveles de zombificación de algunas economías como Italia y España, crecen en el período 2007-2013 y alcanzan niveles preocupantes. Por ejemplo, el porcentaje del *stock* de capital detentado por las empresas zombis en 2013 era de aproximadamente el 20% para Italia y del 15% para España. Obviamente en estos datos y evolución influyó la anterior crisis financiera.

Un análisis de Iberinform (8) señala que la recesión generada por la pandemia provocará que cerca del 17,6% de las empresas españolas puedan considerarse zombis al cierre del ejercicio de 2020. La filial del grupo Crédito y Caución obtiene estos resultados en base a una

Cuadro 3**Rentabilidad de los recursos propios de las empresas europeas**

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Media 2010-2018 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------------|
| Total | 18,1 | 17,4 | 16,0 | 15,2 | 15,7 | 16,0 | 15,4 | 15,9 | 15,0 | 16,1 |
| España | 10,2 | 8,8 | 8,3 | 8,4 | 8,8 | 9,4 | 11,0 | 11,5 | 11,2 | 9,7 |
| Austria | 18,7 | 17,3 | 17,0 | 15,8 | 17,4 | 17,1 | 17,7 | 20,0 | 18,2 | 17,7 |
| Bélgica | 13,5 | 11,4 | 11,3 | 11,3 | 10,9 | 11,2 | 11,9 | 11,5 | 14,8 | 12,0 |
| Croacia | 12,8 | 14,8 | 12,3 | 10,6 | 14,7 | 14,4 | 13,7 | 9,4 | 14,7 | 13,0 |
| República Checa | 26,7 | 29,7 | 25,0 | 27,3 | 24,9 | 27,1 | 20,2 | 21,9 | 22,3 | 25,0 |
| Francia | 20,4 | 20,4 | 18,1 | 17,7 | 17,3 | 19,7 | 18,1 | 17,6 | 17,0 | 18,5 |
| Alemania | 21,7 | 20,5 | 19,3 | 17,4 | 17,8 | 16,2 | 15,1 | 16,4 | 13,9 | 17,6 |
| Italia | 14,2 | 13,7 | 12,4 | 12,2 | 14,3 | 15,3 | 15,1 | 15,5 | 15,3 | 14,2 |
| Luxemburgo | ... | 10,1 | 17,0 | 17,4 | 22,4 | 13,3 | 14,2 | 18,2 | ... | 16,1 |
| Polonia | 15,9 | 19,2 | 14,2 | 13,9 | 14,9 | 13,2 | 15,2 | 15,1 | 14,6 | 15,1 |
| Portugal | 18,3 | 12,2 | 10,9 | 12,7 | 13,4 | 15,8 | 16,0 | 17,0 | 15,5 | 14,6 |
| Eslovaquia | 13,9 | 14,5 | 17,7 | 14,4 | 19,6 | 23,2 | 22,3 | 22,0 | 21,0 | 18,7 |

Fuente: Registros Mercantiles y Banco de España.

simulación basada en los resultados de 270.000 empresas con las cuentas depositadas en el registro mercantil en los ejercicios de 2018 y 2019.

En el análisis anterior el número de empresas consideradas zombis suponía el 10% del total, por lo que podría darse el hecho, plenamente lógico, de que la covid-19 haya contribuido a un mayor nivel de zombificación. Evidentemente, los análisis se han realizado con metodologías y muestras distintas, pero no cabe duda de que reflejan síntomas de un fenómeno preocupante.

Adicionalmente, en un estudio reciente (Mora, 2020) referido a 144 clústeres agregados de 36 sectores y cuatro grupos de tamaños de empresa, el 14% de las empresas españolas estarían en zona de alto riesgo de quiebra. La probabilidad de impago de la deuda ascendería, en 2020, hasta el 8,4%. Además, esta situación implicaría un aumento del paro en 11 puntos porcentuales.

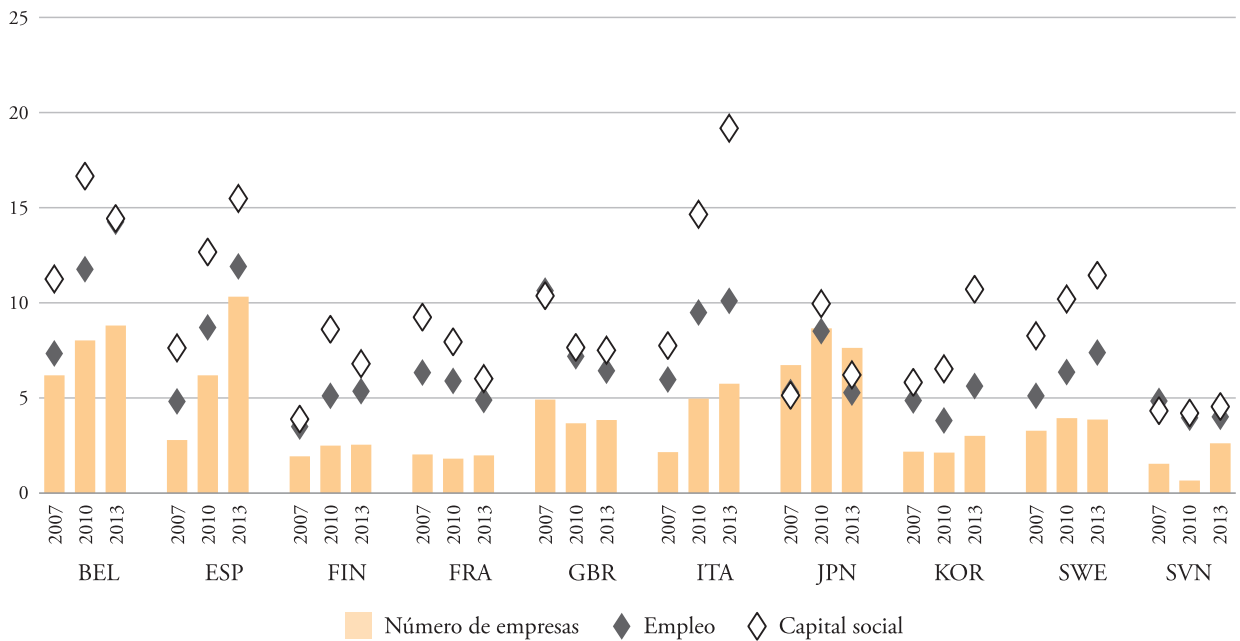
En la actualidad, según el INE, en España existen 3.360.000 empresas. Por lo que un 15,8% de promedio que nos da la agregación de ambos estudios, supondría que existen 530.880 empresas zombi, que, en caso de que suban los tipos de interés o las empresas reduzcan su beneficio, podrían quebrar (9).

2. El concepto y la identificación de empresas zombis

El término empresa zombi se ha venido acuñando para referirse a aquellas empresas que con los beneficios corrientes generados no son capaces de hacer frente al servicio de la deuda durante un amplio período de tiempo y además muestran bajas expectativas de rentabilidad futura (Banerjee y Hofmann, 2018; AdaletMcGowan y cols., 2017). La calificación de empresa zombi fue primeramente señalada en Ja-

Gráfico 1

Porcentaje de empresas zombis en diferentes países de la OCDE



Fuente: Cálculos de la OCDE basados en ORBIS.

pón, argumentando que la situación de estas empresas podría ser una razón importante para explicar la denominada década perdida de ese país (Caballero y cols., 2008). Estas consideraciones se extendieron posteriormente a otros países avanzados analizando su realidad empresarial (McGowan y cols., 2017).

En general, las empresas zombis tienen un nivel muy bajo de rentabilidad y los excedentes que generan solo permiten satisfacer en todo o parte el servicio de su deuda. En la medida en que los acreedores refinancien y/o acepten una situación de cumplimiento parcial de las obligaciones por parte del deudor, estas empresas sobreviven.

En el trabajo de Banerjee y Hofmann (2020) se analizan empresas cotizadas de 14 países con una edad de al menos diez años de vida, pasando de un 4% al final de la década de 1980 a un 15% en el año 2017. El 25% de estas empresas salieron del mercado (mediante quiebra o venta) y un 60% superaron esa calificación de zombi, sobreviviendo. En el caso de empresas cotizadas, las denominadas zombis, o en nuestra terminología *adormecidas*, muestran una baja

valoración de mercado. Asimismo y para empresas cotizadas mexicanas (De la Garza y cols., 2019) señalan problemas estructurales no resueltos para la empresa mexicana, como modelos de negocio no sostenibles y exceso de endeudamiento para los niveles de rentabilidad y flujos de caja generados.

¿Cómo se sabe cuándo calificar a una empresa de zombi? La respuesta no es fácil ya que el alcance de la empresa es más amplio que lo que dicen, en un horizonte temporal determinado, sus datos financieros; su cobertura de intereses y su beneficio medio esperado. En algunos estudios empíricos las empresas que muestran persistentemente debilidad financiera se consideran inicialmente zombis (Andrews y Petroulakis, 2019).

Realmente no tenemos un criterio claro para definir una empresa zombi. Podríamos decir que son empresas que no generan beneficios suficientes para remunerar el coste de los recursos propios, y con respecto a la deuda en el mejor de los casos pueden satisfacer su coste actual pero no podrían amortizar la misma en un calendario razonable.

A largo plazo, la condición necesaria y suficiente desde el punto de vista financiero para que una empresa sea viable es que cubra el coste medio ponderado de capital, es decir, el coste conjunto del capital propio y de la deuda ponderado por el peso que cada fuente de financiación tiene en el total.

El coste promedio de capital se estima por la expresión

$$k = k_d \frac{D}{V} + k_e \frac{E}{V} \quad [1]$$

$$V = E + D$$

Siendo:

k_d = coste de la deuda.

k_e = coste de los recursos propios.

D = valor de mercado de la deuda.

E = valor de mercado de renta variable (de las acciones).

Las empresas zombis tienen una rentabilidad muy por debajo del coste de capital k o incluso negativa. Si $E(r)$ es la rentabilidad económica esperada de las inversiones de la empresa, una empresa con probabilidades altas de supervivencia debe verificar que $E(r)$ sea mayor que k [2]. Como puede apreciarse en el cuadro 2, en España, en los últimos años, un número importante de microempresas no cumplen esta regla y muestran un importante nivel de zombificación.

La empresa zombi sobrevive porque los acreedores no tienen información sobre la verdadera situación financiera de la empresa y/o porque prefieren que sigan en funcionamiento con la esperanza de que en algún momento podrán recuperar un nivel satisfactorio de generación de beneficios.

En la medida en que:

a) Los bancos tengan dificultades de generación de recursos y prefieran no dotar el nivel ortodoxo de provisiones de insolvencias.

b) Los tipos de interés sean negativos, como en la actualidad, lo que permite la subsistencia de muchas empresas zombis con rendimientos de sus inversiones en niveles bajos (1 a 3%). Así, en la ecuación anterior

si asumimos que k_e es cero, es decir no se remunera a los recursos propios, bastaría con que k_d tenga un nivel bajo para lograr que [2] se verifique. Con los tipos de interés a nivel negativo en los mercados monetarios, y el incremento en el apetito por el riesgo de muchos inversores, que necesitan cierto rendimiento en sus carteras, el coste de la deuda puede ser muy bajo incluso para empresas de baja calidad crediticia.

c) La existencia de programas de apoyo a la liquidez de las empresas como los programas del ICO a raíz de la covid también facilitan la permanencia de muchas empresas zombis. Al obligar a extender plazos a las instituciones financieras y con la transferencia de una parte sustancial del riesgo de crédito a la institución pública, las condiciones de financiación mejoran notablemente reduciendo k_d y el riesgo de iliquidez.

En la situación actual con los tipos de interés tan bajos, las empresas pueden seguir refinanciando sus préstamos sin que su coste financiero se incremente demasiado o, incluso, haciendo que disminuya. Cuando los créditos están referenciados a índices variables, como el Euribor, los costes financieros crecen cuando aumentan los tipos de interés marcados por el Banco Central Europeo o la Reserva Federal. En el supuesto de que la política de tipos de interés bajos termine, un gran número de esas empresas podría quebrar y dejar de estar adormecidas y coexistiendo con las empresas competitivas.

Con la definición dada cabe esperar que las empresas *moribundas* o *adormecidas* muestren una ratio de cobertura de intereses –cociente entre los beneficios antes de la deducción de intereses e impuestos y los gastos financieros–, inferior a la unidad. Asimismo también que su ratio q sea relativamente reducida, es decir, que la proporción entre el valor de mercado (deuda más capital-acciones) y el valor según libros de contabilidad sea baja. En análisis empíricos se consideran empresas zombis aquellas que registran una ratio de cobertura de intereses inferior a la unidad durante tres ejercicios consecutivos y/o también rentabilidades negativas sobre activos e inversión negativa también durante tres periodos (McGowan y cols., 2018; Andrews y Petroulakis, 2019).

3. Consecuencias negativas de la existencia de empresas zombis

La debilidad bancaria, y sus políticas crediticias laxas junto a bajos tipos de interés facilitan la emergencia de empresas zombis (Caballero y cols., 2008) y pueden tener un efecto expulsión –efecto *crowd-out* de crédito– (Andrews y Petroulakis, 2019; Yuyan Tan, 2016, Wilbur, 2019). El *crédito zombi* puede contribuir a la creación de exceso de capacidad de producción, lo que puede presionar los precios y márgenes a la baja (Acharya y cols., 2020). Empresas poco competitivas e ineficientes pueden ser un freno para el crecimiento económico sostenible. Un comportamiento financiero débil o negativo aumenta significativamente la probabilidad de convertirse en zombi, como se observa para el caso checo por Blažková y Ondřej Dvouletý (2020) para una muestra de 1.730 empresas.

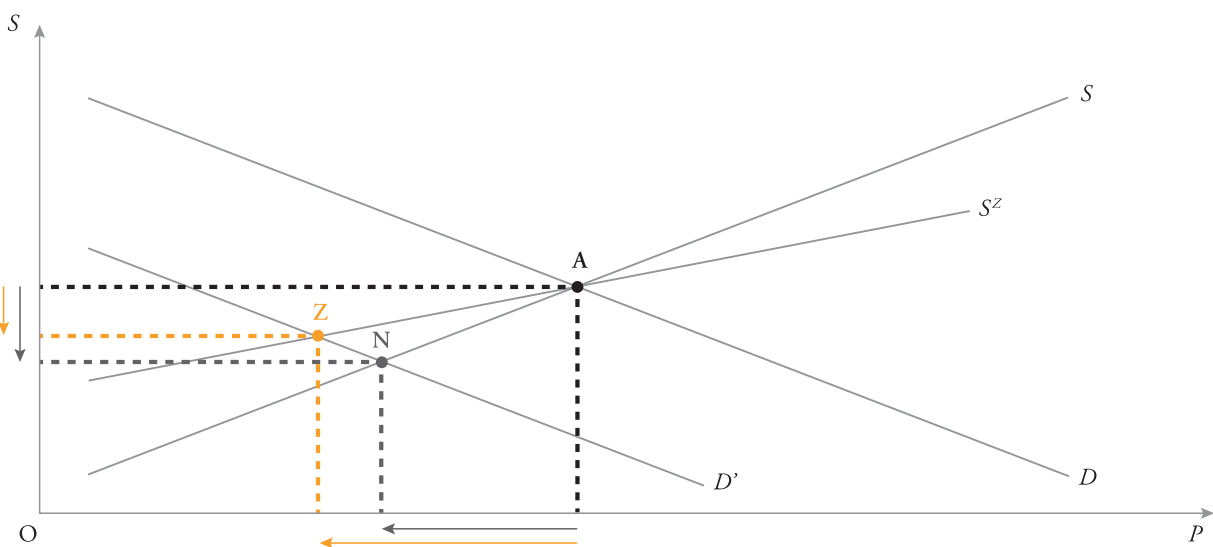
En el trabajo de Acharya y cols. (2020) se demuestra que un nivel excesivo de zombificación puede provocar deflación, exceso de capacidad en los sectores más afectados, descensos de productividad y en definitiva una mala asignación de recursos. En el gráfico 2 mostramos gráficamente parte de estos argumentos.

Supongamos que nos encontramos en un sector en una situación de equilibrio definida por la intersección *A* de las curvas de demanda *D* y oferta *S* en el caso de no existir un nivel de zombificación significativo; *P* son los precios y *S* mide la oferta en unidades. Si se produce una caída de la demanda desplazándose la función a *D'*, el nuevo punto de equilibrio sería *N*.

Ahora bien, un nivel importante de zombificación tenderá a reducir la sensibilidad de la oferta a los cambios en los precios (10) o en términos gráficos se aplana la pendiente de la función de oferta. En este caso, el punto de equilibrio sería *Z* que supone menores precios y mayores cantidades ofertadas. El efecto potencialmente beneficioso para el consumidor se compensa con los efectos de deflación, menores incentivos a la innovación tecnológica y empresarial, consumo excesivo de bienes y servicios obsoletos en detrimento de alternativas más eficientes, ecológicas, etc.

Adicionalmente, debemos indicar que el descenso de los tipos de interés aumenta la propensión a endeudarse y por tanto a generar empresas zombis. Dado que la deducción de intereses a efectos del impuesto sobre los beneficios empresariales reduce el coste de capital, lo que beneficia al accionista, se incentiva el

Gráfico 2
Impactos de las empresas zombis en la oferta



Fuente: Acharya et al., 2020.

endeudamiento bancario, pero también se fomentarían nuevas inversiones. Indirectamente la pérdida de ingresos fiscales de las administraciones públicas refuerza el capital propio de las empresas (Durán y Lamothe, 2020).

La supervivencia de la empresa depende de su nivel de competitividad y de sus relaciones con sus grupos de interés (empleados, directivos, clientes, proveedores, administraciones públicas). En la competitividad de la empresa se encuentran factores como: estructura de activos (físicos e intangibles-patentes, marcas, experiencia, saber hacer), también la calidad de las instituciones de un país influye en el comportamiento de sus empresas.

La existencia de empresas zombis puede tener graves consecuencias en las economías en las que operan:

a) Practican políticas de precios excesivamente bajos como estrategia para seguir funcionando. Esto obliga a las empresas del sector a realizar la misma práctica para no perder cuota de mercado. Los hipotéticos beneficios para los consumidores y clientes suelen ser neutralizados por un descenso en la calidad del servicio o producto entregado.

b) Se crean barreras de entrada artificiales para nuevos competidores más eficientes.

c) Al final, la mayoría de ellas entran en procesos concursales y desaparecen aumentando el coste de reestructuración empresarial en comparación con el que se habría soportado con la liquidación más temprana de la empresa zombi.

d) La sociedad y la economía asumen un coste de oportunidad muy relevante al destinar importantes cuantías de recursos financieros a empresas no viables en vez de invertir en nuevos proyectos empresariales innovadores, eficientes y con garantía de futuro.

En un interesante trabajo de Urionabarrenetxea y cols. (2018) se añade una nueva tipología de empresas zombis, las zombis extremas o extremadamente adormecidas en nuestra terminología. Estas empresas tienen recursos propios negativos y una alta capacidad de contagio en los sectores en los que operan.

4. Medidas para evitar la desaparición de empresas

Como hemos señalado las empresas adormecidas o zombis son aquellas empresas cuyos beneficios no son suficientes para cubrir sus costes financieros, o sea, que lo que ganan no les permite cubrir los intereses de sus deudas. En realidad, las empresas zombis siguen funcionando pero con poca esperanza de sobrevivir. Necesitan liquidez, dar señales de solvencia y reconstituir su competitividad, generando nuevas capacidades. Cuando se llega de manera clara a la iliquidez puede ser el punto de partida para desaparecer. En cualquier caso, resulta difícil distinguir las empresas que desaparecerán de las que pueden sobrevivir: las empresas zombis siguen funcionando, pero con poca esperanza de sobrevivir.

Con la covid-19 se creó de manera prácticamente simultánea una triple crisis global: sanitaria, económica y social. Ante esta situación se produjeron respuestas nacionales y europeas: apoyo a las personas, al empleo y a las empresas.

En el caso de las empresas, los apoyos arbitrados en los diferentes países utilizan mecanismos diferenciados:

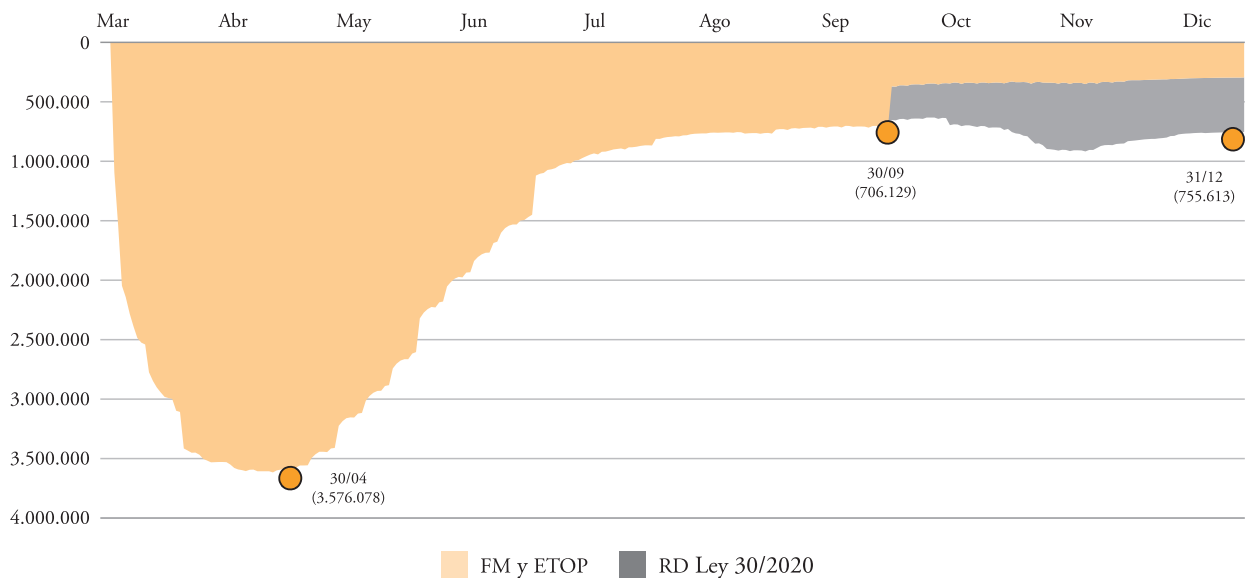
- Subvenciones directas a la cuenta de resultados.
- Líneas de avales de instituciones públicas para facilitar el acceso al crédito bancario.
- Flexibilización de procedimientos de despido *temporal* por parte de empresas y autónomos,
- Instituciones y mecanismos de entrada del sector público en el capital de las empresas con dificultades financieras para garantizar su supervivencia y/o evitar la entrada de inversores *muy especulativos* como *fondos buitres*, etc.

En el caso de España, a diferencia de otros países como Alemania o EE.UU., no se ha utilizado el mecanismo de subvenciones directas a empresas y autónomos.

Mediante las líneas de crédito para proporcionar liquidez, en España, con las denominadas líneas ICO, se pueden evitar situaciones de insolvencia ya que ante la reducción de ventas en la crisis y de flujos de caja, muchas empresas habrían tenido que cerrar.

Gráfico 3

Número de trabajadores acogidos a ERTE



Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

Durante el año 2020, el ICO aprobó 944.588 operaciones que beneficiaron a 591.500 empresas, el 99% pymes y autónomos (11).

En lo que se refiere a los ERTE, mecanismo que aumenta considerablemente la flexibilidad de las empresas y que ha permitido la supervivencia de muchas, en el gráfico 3, el ejercicio de 2020 cerró con 755.613 trabajadores acogidos a este mecanismo. Afortunadamente, esta cifra está lejos del número de trabajadores englobados en este sistema en abril de 2020 que alcanzaba casi los 3,6 millones de personas. La pregunta crucial es si no se está apoyando con este mecanismo a empresas zombis (12). La finalización de los ERTE en 2021 permitirá conocer a las empresas que realmente optan por ajustar su plantilla.

Con respecto a la entrada por parte del Estado en el capital de las empresas (13), la Comisión Europea aprobó el 7 de mayo de 2020 las normas para que los gobiernos de la UE puedan ayudar a las empresas afectadas por la crisis económica desatada por el coronavirus. Entre otros requisitos lógicos como la prohibición de repartir dividendos, etc., se exige que para recibir el dinero público las empresas deberían ser viables antes

de la crisis. Es decir, no podrán adherirse a esta medida aquellas firmas que antes de la situación actual vieran comprometidas sus cuentas y que tengan las características típicas de una empresa zombi. Lo cierto es que como comentaremos en el siguiente apartado este mecanismo presenta un elevado riesgo de contribuir a la zombificación de la economía si las inversiones en el capital de las empresas se realizan por presiones políticas, sindicales, regionales, etc.

5. A modo de reflexión final: la articulación de un sistema de planificación y gestión del programa de ayudas y subvenciones a las empresas

En el estudio ya citado de De la Mora(2020) se señalan los siguientes efectos potenciales (esperados) a partir del año 2020 derivados de la crisis de la covid-19:

- El 56% de las empresas requerirán de necesidades de liquidez adicionales a las ya atendidas por la línea ICO avales covid-19 y en el 34% de los casos la banca tendrá que adoptar medidas adicionales de seguimiento y monitoreo de la caja de empresas dañadas.

– En el 59% de las empresas se requerirán medidas de mejora operativa adicionales a las ya adoptadas en el 37%, suponiendo ajustes de plantilla, y en el 4% generando cambios estructurales en la gestión de las empresas.

– Por último, la gran mayoría de la deuda estará sujeta a procesos de refinanciación, requiriendo la refinanciación del largo plazo en el 36% de los casos y la reestructuración de deuda, incluyendo posibles quitas y conversiones de deuda en capital, en el 24% de los casos.

Esta situación dramática de nuestro tejido empresarial se va a producir en conjunción con una aceleración del fenómeno de la digitalización como otra consecuencia de la pandemia, que, como se indica en Lamothe y Lamothe (2020), se ha acelerado en más de cinco años sobre su tendencia previa. En muchos sectores las empresas que no acierten en sus estrategias de digitalización desaparecerán y se encuentran en general con una situación financiera debilitada.

El abanico de ayudas que hemos comentado más los nuevos Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE) (14) que se van a articular con una cantidad ingente de fondos europeos (174.000 millones de euros) exigen adoptar una estrategia de utilización eficiente de todos los recursos y de reducción del riesgo de zombificación de nuestra economía.

La tarea no es fácil, ya que España tiene un historial de capacidad escasa de absorción de los fondos europeos, y además el riesgo de asignar deficientemente estos recursos es muy alto. Por ejemplo, según un reciente informe de Standard & Poor's (15), la capacidad de absorción de los fondos europeos se situó para España en el 40,1% para el período 2014-2020, por debajo del 47,4% de Francia, del 60% de Portugal o del 68,4% de Grecia.

En este sentido, podría ser útil la creación de instituciones mixtas público-privadas que permitan asignar eficientemente los recursos, tanto para contribuir a la solvencia de las empresas como para instrumentar los PERTES.

En el campo de los instrumentos para la solvencia, las características de tamaño de las empresas españolas aconsejan una estrategia de alianza con las entidades bancarias para poder llegar al máximo número de sociedades viables con estos instrumentos.

Adicionalmente hay que estimular el concurso del capital privado, por lo que también es fundamental evitar el ruido político y los cambios regulatorios que incrementen el riesgo país de nuestra economía.

Adicionalmente, se debería revisar la regulación concursal por si en este nuevo entorno se necesita dotarla de mecanismos adicionales para orientar los procedimientos para salvar empresas viables y reducir el número de empresas zombis.

El diseño y ejecución de esta política no es una tarea fácil pero España se juega su futuro económico en la articulación de la salida postcovid de la economía. Empresas solventes y competitivas, tanto a nivel doméstico como internacional, mejoran y fortalecen la competitividad de la economía española y aumentan su contribución al bienestar.

En este sentido, el alargamiento de la pandemia genera incertidumbre sobre la duración y efecto de los ERTE (véase Ruesga y Viñas, 2021) y también sobre si la ampliación indiscriminada de este estímulo puede contribuir a incrementar el número de empresas zombis.

NOTAS

- (1) Blanco, R.; Mayordomo, S.; Menéndez, A., y Mulino, M. (2020).
- (2) A la rentabilidad del activo neto se suele también denominar, desde el punto de vista del análisis financiero rentabilidad económica.
- (3) El coste de capital de las empresas españolas se sitúa por encima del 5%. Según la base de datos de Damodaran, el coste medio ponderado de capital de las empresas europeas cotizadas se situaba en el 5,11% en 2020, considerando primas de riesgo país, tamaño, etc. Para las empresas españolas de la Central de balances, el coste se sitúa en promedio por encima del 7%.
- (4) Para estimar el beneficio económico hay que deducir el coste de los recursos propios y ajenos.
- (5) Comité europeo de centrales de balances - BACH.
- (6) El porcentaje de fraude en este sistema de ayuda es relevante. La Inspección del Ministerio de Trabajo sancionó a 3.635 empresas por fraude en los ERTE (15% de las investigadas).
- (7) Las pymes generan el 59% del empleo (alrededor de 10 millones de empleados) por lo que el análisis de su viabilidad es crucial para nuestra economía.
- (8) <https://www.iberinform.es/noticias/detalle/la-pandemia-duplica-el-numero-de-empresas-zombis-en-espana>.

- (9) Las pérdidas para el Estado asociadas a la línea ICO de avales covid-19 podrían situarse entre 1.656 a 2.160 millones de euros, según de la Mora (2020).
- (10) Reduce la elasticidad precio de la oferta.
- (11) https://www.ico.es/documents/19/2359196/210112_np_avales+%281%29.pdf/3e719bea-7bc5-4e04-9da9-a1b-8d87eb73c.
- (12) El Tribunal Supremo (Sala de lo Social), en su sentencia 746/2000, ha dictaminado que una empresa con problemas estructurales que la hacían inviable desde el punto de vista económico cometió fraude de ley y abuso de derecho al recurrir a un ERTE. Esto es una doctrina adecuada contra la zombificación.
- (13) Al margen de este programa, el ICO tiene un fondo de fondos para invertir en capital de empresas innovadoras. El Banco Europeo de Inversiones tiene también un fondo parecido, el Instituto Valenciano de Finanzas ha anunciado la creación de un fondo para apoyar la reestructuración de deuda cuando se aprecien garantías de viabilidad de la empresa y se proteja el mayor número de empleos posibles, etc.
- (14) El Real Decreto-Lley 36/2020, de 20 de diciembre, comienza con la regulación de estos instrumentos.
- (15) https://www.elconfidencial.com/economia/2021-01-14/sp-rantings-espana-fondos-europeos-crecimiento_2907187/.

BIBLIOGRAFÍA

- Acharya, V. V.; Crosignani, M.; Eisert, T.; Eufinger, C. (2020), «Zombie credit and (dis-)inflation: evidence from Europe», *National Bureau of Economic Research. Working Paper*, 27158.
- Andrews, D. y Petroulakis, F. (2019), «Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe», *European Central Bank. Working Paper*, núm. 2240/febrero.
- Banerjee, R. y Hofmann, B. (2020), «Corporate zombies: Anatomy and life cycle», *BIS Working Papers*, núm. 882.
- Blanco, R.; Mayordomo, S.; Menéndez, A. y Mulino, M. (2020), «El impacto de la crisis de la covid-19 sobre la situación de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de balances», Banco de España, *Boletín Económico, Artículo analítico*, 4/2020.
- Blažková, I. y OndřejDvouletý, O. (2020), «Zombies: Who are they and how do firms become zombies?», *Journal of Small Business Management*, <https://doi.org/10.1080/00472778.2019.1696100>.
- Caballero, R.; T. Hoshi y A. Kashyap (2008), «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, núm. 5, págs. 1943-77.
- De la Garza Cárdenas, M. H.; Sánchez Tovar, Y.; Zerón Félix, M. (2019), «Impacto de la rentabilidad y la cuota de mercado en las empresas zombis en México», *Revista Mexicana de Economía y Finanzas. Nueva Época*, vol. 14, núm. 4, octubre-diciembre, págs. 729-743.
- De la Mora, F. (2020), «Necesidades de refinanciación y recapitalización del sector empresarial español post covid-19 informe de análisis», Álvarez & Marsal Spain, S.L., Madrid.
- Durán, J. J. y Lamothe, P. (2020), «La no neutralidad del impuesto de sociedades en el endeudamiento de las empresas multinacionales», *Información Comercial Española*, noviembre-diciembre, núm. 917, págs. 55-72.
- Lamothe, P. y Lamothe, A. (2020), «Covid-19 y digitalización de la economía. El nuevo vector de las estrategias empresariales», *Economistas*, núm. 170, diciembre, págs.156-166.
- McGowan, A.; M. D. Andrews y V. Millot, (2017), «The walking dead: Zombie firms and productivity performance in OECD countries», *OECD Economics Department Working Papers*, núm. 1372.
- Rodano, G. y Sette, S. (2019), «Zombie firms in Italy: a critical assessment», Banca D'Italia. *Occasional Paper*.
- Ruesga, S. M. y Viñas, A. I. (2021), «El año que redescubrimos los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE)», *Economistas*, marzo, núm. 172-173.
- Urionabarrenetxea, S.; García-Merino, J. D.; San Jose, L. y Retolaza, J. L. (2018), «Living with zombie Companies: Do we know where the threat lies?», *European Management Journal*, vol. 36, págs. 408-420.
- Yuyan Tan, Yiping Huang, Wing Thye Woo (2016), «Zombie Firms and the Crowding-Out of Private Investment in China», *Asian Economic Papers*, 15:3.
- Wilbur, S. (2019), *Credit Guarantees and Zombie Firms A Case Study of Small and Medium-Sized Enterprises in Japan*, 2019, Fondation France-Japon de l'EHESS (FFJ).